UNIVERSITÀ DEGLI STUDI FIRENZE

FLORE
Repository istituzionale dell'Università degli Studi di Firenze

La politica monetaria, valutaria e dei cambi: l'accettazione "indotta" dei parametri posti dal Trattato di Maastricht

Questa è la Versione finale referata (Post print/Accepted manuscript) della seguente pubblicazione:

Original Citation:
La politica monetaria, valutaria e dei cambi: l'accettazione "indotta" dei parametri posti dal Trattato di Maastricht / F. ZATTI. - STAMPA. - (2006), pp. 161-187.

Availability:
This version is available at: 2158/307452 since:

Publisher:
CEDAM

Terms of use:
Open Access
La pubblicazione è resa disponibile sotto le norme e i termini della licenza di deposito, secondo quanto stabilito dalla Policy per l'accesso aperto dell'Università degli Studi di Firenze (https://www.sba.unifi.it/upload/policy-oa-2016-1.pdf)

Publisher copyright claim:

(Article begins on next page)

16 May 2024

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA «LA SAPIENZA»
DIPARTIMENTO DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

9

GOVERNI ED ECONOMIA

II

La transizione discontinua tra politiche di risanamento ed integrazione europea nella XII Legislatura

a cura di

VINCENZO ATRIPALDI - GIUSEPPE GAROFALO - CLAUDIO GNESUTTA
PIER FRANCESCO LOTITO - ROBERTO MICCÙ

CEDAM
CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI
2006

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© Copyright 2006 by CEDAM - Padova

ISBN 88-13-26194-2

A norma della legge sul diritto d'autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro.

Stampato in Italia - Printed in Italy

Grafiche TPM s.r.l. - Padova

INDICE

Sezione I

SAGGI INTRODUTTIVI

La transizione discontinua tra politiche costituzionali, politiche di risanamento e politiche per l'integrazione europea nella XII Legislatura Pag. 11
(V. ATRIPALDI)

La credibilità/non credibilità nell'azione di *policy*. Un approccio analitico con riferimenti all'esperienza del biennio 1994-1996. Pag. 33
(G. GAROFALO)

Sezione II

RAPPORTI SULLE POLITICHE PUBBLICHE

I governi Berlusconi e Dini: cronaca costituzionale, programma di governo, strumenti normativi Pag. 67
(G. LASORELLA)

La politica della spesa pubblica: continuità e gradualità del risanamento finanziario Pag. 89
(N. LUPO)

Politica tributaria e gestione del debito: tra processi di risanamento finanziario e di armonizzazione comunitaria Pag. 123
(C. AMOROSO)

La politica monetaria, valutaria e dei cambi: l'accettazione "indotta" dei parametri posti dal Trattato di Maastricht Pag. 161
(F. ZATTI)

La politica delle privatizzazioni: governi a basso rendimento e adattamento debole alle istituzioni non maggioritarie Pag. 189
(R. MICCÚ)

Le politiche in materia di previdenza, assistenza sanitaria e lavoro: tra trasformazioni strutturali della realtà sociale e dei processi di indirizzo politico Pag. 225
(O. ROSELLI)

Le politiche di finanza territoriale: l'ambiguità del modello di decentramento e i riflessi sulla forma di Stato Pag. 258
(F. COVINO)

FILIPPO ZATTI

LA POLITICA MONETARIA, VALUTARIA E DEI CAMBI: L'ACCETTAZIONE "INDOTTA" DEI PARAMETRI POSTI DAL TRATTATO DI MAASTRICHT

1. Premessa

La XII Legislatura è una legislatura breve. I Governi che la animano, come noto, sono due: il Governo Berlusconi, che dura in carica sette mesi (10.05.1994 - 22.12.1994), ed il Governo Dini che esaurisce il suo mandato dopo sedici mesi di vita (17.01.1995 - 17.05.1996)[1]. La prima legislatura che segue alla riforma in senso maggioritario del sistema elettorale delle due Camere del Parlamento, è condizionata, senza soluzione di continuità rispetto alle precedenti legislature, dall'instabilità politica, nonostante la diffusa consapevolezza che i mutamenti politici, economici e sociali in atto, rendano necessarie riforme strutturali e decisioni impopolari volte al risanamento della finanza pubblica[2].

Se il Governo Berlusconi è un governo di coalizione, sorretto da una maggioranza elettorale che alla prova delle scelte si manifesterà poco coesa[3], il Governo Dini nasce come governo dei "tecnici", espressione con la quale, come noto, si usa definire un governo sganciato dai partiti, composto di ministri competenti d'area, chiamati ad esaurire il loro mandato una volta assolti i compiti stabiliti nel Documento programmatico, vera e propria ragion d'essere della compagine governativa[4]. Tanto che, almeno nell'esperienza istituzionale italiana, la

---

[1] Per una cronologia dei fatti di quel periodo si segnalano tra gli altri "Gli avvenimenti del 1994" in P. Ignazi/R. S. Katz (a cura di), *Politica in Italia. I fatti dell'anno e le interpretazioni. Edizione 1995*, Bologna, Il Mulino, 1995, 7 ss. e G. Negri, *Un anno con Dini. Diario di un governo «eccezionale»*, Il Mulino, Bologna, 1996.

[2] Si rinvia per un approfondimento a N. Lupo, in questo volume.

[3] Si rinvia per un approfondimento a G. Lasorella, in questo volume. Per una ricostruzione delle vicende del Governo Berlusconi si veda anche P. Ignazi, R. S. Katz, *Introduzione. Ascesa e caduta del Governo Berlusconi*, nel volume *Politica in Italia*, cit., 27 ss.

[4] V. le Dichiarazioni programmatiche in *Vita italiana, Governo Dini*, 3-4, Presidenza del Consiglio dei Ministri - Dipartimento per l'editoria e l'informazione, Roma, 1996, 25: "La natura tecnica del Governo - formato da persone scelte in base alle loro qualità professionali, svincolate da qualunque raggruppamento politico, espressione della società civile - è nello stesso tempo effetto e testimonianza della eccezionalità del compito che gli è stato affidato (al Governo) e che intende assolvere. Essa risulta con ogni evidenza sia dalla necessità di garantire stabilità alle istituzioni e ai mercati, sia di contribuire, con

maggioranza parlamentare che sorregge un governo "tecnico" ha, seppur eterogenea, caratteristiche di coesione anche maggiori di un governo di formazione politica e notevole determinazione nel perseguire il proprio compito istituzionale[5]. Nella XI Legislatura i Governi Amato e Ciampi si caratterizzano per i profili di continuità della politica economica, pur affrontando fasi del ciclo economico assai diverse[6].

Non altrettanto può affermarsi per i Governi Berlusconi e Dini, nonostante che nel settore d'indagine di competenza, la politica monetaria, valutaria e dei cambi, si confermi la "titolarità" del Ministero del Tesoro, così come, peraltro, è avvenuto per i Governi dell'XI Legislatura[7]. In effetti, se il programma di politica economica dei Governi Amato e Ciampi è condizionato dalla crisi finanziaria del settembre 1992 e dalla necessità di adottare politiche di risanamento della finanza pubblica in una fase di rallentamento della crescita del Prodotto interno lordo in tutta Europa, il programma di politica economica del Governo Berlusconi sembra fondarsi sostanzialmente sui tagli alla spesa previdenziale che intende attuare senza ricorrere al metodo della concertazione delle parti sociali[8] (poi reintrodotto proprio dal Governo Dini)[9].

In questo quadro, e alla luce degli eventi economico-finanziari, nazionali e internazionali, come il riaccendersi di tensioni inflazionistiche e la grave crisi finanziaria messicana del dicembre 1994, il ruolo della Banca d'Italia torna ad essere nuovamente quello di supplente alla politica di bilancio, che, come noto, è di competenza governativa[10].

---

un'azione di raffreddamento, a superare stati di febbre e di emotività pregiudizievoli per il livello di civiltà politica raggiunto, dopo tanti travagli, dal nostro Paese".

[5] In effetti " [...] per la prima volta nella storia della Repubblica non ci sono stati parlamentari fra i membri del Governo. Questo fatto, lungi dall'attenuare il legame costituzionale tra Governo e Parlamento, lo ha portato ad una intensità senza precedenti": v. *Vita italiana, Governo Dini* , cit., 5.

[6] Cfr. P. Barucci, *L'isola italiana del Tesoro*, Milano, Rizzoli, 1995, 7.

[7] Si ricorda che Ministro del Tesoro del Governo Amato e del Governo Ciampi è il prof. Piero Barucci, mentre Ministro del Tesoro del Governo Berlusconi è il dott. Lamberto Dini, poi Ministro del Tesoro *ad interim* nel Governo da lui presieduto.

[8] Si rinvia per ulteriori valutazioni a Bruno Chiarini, *Uno schema teorico degli effetti d'annuncio di un programma di politica economica: il caso del governo Berlusconi nel 1994 e l'indagine ISCO sulle famiglie* in *Rivista di politica economica*, volume 89, fascicolo 11, 1999, 45 ss.

[9] Cfr. M. Braun, *I sindacati confederali e il governo Dini: il grande ritorno del neo-corporativismo?* in *Politica in Italia*, 1996, 217 ss.

[10] "L'azione di supplenza al fine di contenere l'inflazione verrebbe altrimenti di necessità svolta dalla politica monetaria; in questo caso gli effetti positivi sui prezzi e sul cambio e, in un secondo momento, sui tassi d'interesse, si

La stessa Banca d'Italia richiama l'Esecutivo ad "un'azione decisa di finanza pubblica che sia credibile e permanente nel tempo" ritenendo tali misure auspicabili per invertire le "aspettative negative dei mercati nazionali e internazionali [...] come dimostrato dai [...] movimenti di capitale, del cambio e dei tassi d'interesse"[11]. In assenza di una politica fiscale "virtuosa", la banca centrale nazionale non può sottrarsi dall'esercitare un ruolo di supplenza rispetto al potere politico, soprattutto in una fase in cui la libera circolazione dei capitali e la libera oscillazione della lira al di fuori di un sistema di accordi di cambio come lo SME (dal quale la lira era uscita nel settembre 1992) permettono alla *constituency* degli operatori finanziari di condizionare le scelte dei governi in materia di politica economica[12].

Infatti, così "[...] come in altri paesi, anche in Italia la liberalizzazione dei mercati creditizi, l'elevata mobilità internazionale dei capitali e la flessibilità del cambio hanno accresciuto, [...], la rilevanza delle aspettative nella trasmissione della politica monetaria e la necessità che essa agisca con anticipo per prevenire l'inflazione"[13].

In questo contesto si inserisce la presente analisi. Valgono in relazione al metodo e agli obiettivi le considerazioni di cui in premessa al saggio presente nel precedente Volume di Governi ed Economia[14]. Alcune di quelle considerazioni saranno riprese alla conclusione di questa indagine per una loro ulteriore elaborazione in base ai dati e alle considerazioni che seguiranno dal presente Rapporto.

2. *Mercato finanziario: il contesto europeo ed internazionale*

Lungo quasi tutto il periodo oggetto della presente analisi (10.05.1994 - 17.05.1996), gli orientamenti delle politiche monetarie degli Stati Uniti, del Giappone e della Germania si mantengono divaricati, eccetto che per dei brevi periodi in cui gli interventi sui tassi di interesse sono ricondotti ad una logica di convergenza a fronte di situazioni economiche e finanziarie contingenti riconducibili, in una prima fase, al timore di una

---

assocerebbero di nuovo a costi rilevanti in termini di investimenti e prospettive di sviluppo": v. A. Fazio, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del documento di programmazione economico-finanziaria relativo alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1995-1997*, cit., 63.

[11] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1994, n. 23, 42.

[12] Vedi in questo senso T. Padoa-Schioppa, *Il governo dell'economia*, Bologna, Il Mulino, 1997.

[13] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 177.

[14] Vedi P. F. Lotito, *La politica monetaria, valutaria e dei cambi*, in V. Atripaldi/ G. Garofalo/C. Gnesutta/P. F. Lotito (a cura di), *Governi ed Economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Padova, Cedam, 1998.

ripresa delle pressioni inflazionistiche, e, in una seconda fase, alla crisi finanziaria messicana del dicembre 1994.

Nella prima fase (febbraio-novembre 1994), la politica monetaria della *Federal Reserve* diventa così progressivamente restrittiva mentre la *Deutsche Bundesbank* interrompe il graduale processo di discesa del tasso centrale di riferimento[15].

La preoccupazione, evidentemente, è quella di attuare politiche monetarie antinflazionistiche associate a rigorose politiche di bilancio, in un quadro di cooperazione internazionale[16].

Terminata questa prima fase, negli Stati Uniti la politica monetaria rimane di *tightening bias*, mentre in Germania prevale un graduale ritorno ad una politica monetaria espansiva.

La manovra restrittiva avviata dalla *Federal Reserve* sin dal febbraio 1994, eccettuata una breve interruzione alla fine di novembre, prosegue nel febbraio dell'anno successivo: il tasso di sconto sale dal 4,75% al 5,25% e quello sui *fed funds* al 6,0%. In Germania, nello stesso periodo, la *Bundesbank* riduce il tasso di sconto al 4,5% nel maggio del 1994, per poi portarlo al 3% in tre interventi successivi in marzo, agosto e dicembre.

La prosecuzione nella graduale discesa dei tassi ufficiali (iniziata nel settembre 1992) è legata al venir meno delle preoccupazioni relative all'aumento della domanda di moneta; anche se, in seguito, nonostante la riduzione dell'inflazione, il manifestarsi di chiari segnali di ripresa dell'economia e il rialzo dei rendimenti a lungo termine inducono la *Deutsche Bundesbank* a mantenere invariate le condizioni monetarie[17].

---

[15] Per una approfondita disamina delle politiche monetarie adottate dai principali Paesi e per gli effetti sui mercati obbligazionari si veda L. Dini, *Recent Developments in Bonds Markets - A Report to the Ministers and Governors by the Chairman of the Group of Deputies*, April 1994, *in Scritti e conferenze di Lamberto Dini* (1992-1994), Banca d'Italia, 1994, 657 dove l'Autore afferma che nonostante che "since the second half of March bond yields have tended to stabilize or decline in most European countries, whereas they have continued to rise in the United States ... it is too early to judge whether this is the beginning of a new trend", e che il processo potrebbe essere agevolato dalle autorità europee con un'azione mirata alla riduzione dei deficit di bilancio e continuando nella direzione di politiche monetarie non inflazionistiche.

[16] Cfr. Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 172.

[17] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 21 (ottobre), 1994, 17: "Fino ad aprile la crescita dell'aggregato di riferimento M3 è risultata particolarmente elevata, ,con ritmi superiori al 15 per cento rispetto all'ultimo trimestre del 1993, periodo di riferimento per l'obiettivo fissato per quest'anno al 4-6 per cento. Vi hanno contribuito fattori temporanei legati alla forte domanda di mutui ipotecari alimentata dalle attese di una riduzione delle agevolazioni fiscali sull'acquisto della prima casa e al rimpatrio di ingenti fondi dal Lussemburgo, prima dell'entrata in vigore di un regime fiscale meno favorevole sugli interessi da attività detenute all'estero dai residenti".

Le autorità monetarie dei Paesi aderenti allo SME, pur seguendo l'allentamento delle condizioni monetarie deciso dalla banca centrale tedesca, si pongono come obiettivo preminente quello della stabilità del cambio, che perseguono mantenendo i tassi d'interesse di riferimento al di sopra di quelli tedeschi.

Tra l'inizio di gennaio e la fine di settembre del 1994, la Banca di Francia riduce il tasso d'intervento di 120 b.p., al 5 per cento.

Nello stesso periodo il tasso interbancario a tre mesi si mantiene costantemente più elevato di quello tedesco di circa mezzo punto percentuale. In Danimarca, nei Paesi Bassi e in Irlanda il differenziale d'interesse a breve con il marco peggiora ma non sensibilmente.

Tra i Paesi che (oltre all'Italia) non fanno parte dello SME, è da segnalare la riduzione a febbraio al 5,25 per cento del tasso base da parte della Banca d'Inghilterra, il valore più basso dal 1978, che non muterà prima della metà del settembre 1994, quando, per contrastare il peggioramento delle aspettative d'inflazione, il tasso base viene aumentato di mezzo punto, al 5,75 per cento. Un mese prima anche le autorità svedesi inaspriscono la politica monetaria per contrastare l'aumento dell'inflazione.

La tendenziale asimmetria nelle decisioni di politica monetaria, non si conferma, invece, in relazione allo sfasamento del ciclo economico (in special modo tra Europa e Stati Uniti).

L'andamento asimmetrico della congiuntura, caratteristica che contraddistingue tutto il dipanarsi della precedente legislatura, risulta, infatti, in via di attenuazione sia nel 1994, quando la ripresa economica raggiunge i Paesi dell'Unione europea[18], che nel 1995, in cui si segnala il sorprendente dato relativo alla crescita del Prodotto interno lordo in Italia che è addirittura superiore a quello degli Stati Uniti d'America e della media dei Paesi dell'Unione europea (v. tav. 1)[19].

TAV. 1 - TASSO DI CRESCITA DEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALIZZATI

PAESE/AREA GEO-ECONOMICA	*1993(IN %)*	*1994(in %)*	*1995 (in %)*
USA	2,2	3,5	2,0
Europa (UE)	-0,6	2,9	2,5
Giappone*	0,1	0,5	0,8

[18] In Germania il Pil cresce del 2,9% e in Gran Bretagna del 3,8%.

[19] Si veda European Commission (Economic and Financial Affairs Documentation, *European Economy. Reports and Studies. Italy's slow growth in the 1990's: facts, explanations and prospects*, 5, 1999, 7: "[...] the cyclical pattern is one of gradual deceleration at the beginning of the decade, an abrupt recession spanning from the third quarter of 1992 to the third quarter of 1993, followed by a *strong but short-lived recovery in 1994 and 1995*, which halted in 1996 and was followed by two years of very subdued growth".

Italia	-1,2	2,1	3,0

*Per il Giappone i dati sono riferiti al PNL
Fonte: nostra elaborazione su dati della tav. A1 in BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti per il 1995*, Roma, 1996, 18.

Tale andamento del Prodotto interno lordo rappresenta un'anomalia rispetto ai dati medi relativi agli anni "90, in cui l'Italia conosce una crescita "lenta" rispetto a quella delle economie dei Paesi più industrializzati (v. tav. 2).

In effetti, negli anni '90 l'Italia sperimenta un evidente rallentamento economico come testimonia il dato del Prodotto interno reale che cresce ad una media per anno dell'1,2% contro il 2,2% degli anni '80 e, soprattutto, in confronto alla media dei Paesi area euro pari all'1,8%[20].

TAV. 2 - TASSI DI SVILUPPO DEI PAESI INDUSTRIALIZZATI, 1991-1997 (MEDIE)

Paesi	Tasso di sviluppo (in %)
USA	2,4
Canada	2,3
Giappone	1,7
Francia	1,3
Germania	2,1
Regno Unito	1,6
Italia	1,1

FONTE: nostra elaborazione su dati della Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti per il 1996*, Roma, 1997 e *Bollettino economico* n. 30.

La graduale discesa dei tassi di interesse e la convergenza delle politiche di bilancio adottate dai Paesi dell'Unione europea danno vita a una fase di relativa stabilità dello SME, favorita dall'ampliamento dei margini di fluttuazione al 15 per cento deciso il 2 agosto 1993. Per quanto riguarda i *cross* valutari, si nota un indebolimento del dollaro americano, nonostante che i differenziali dei tassi d'interesse a breve termine con il marco e lo yen si muovono a favore della valuta statunitense. Nei mesi estivi, poi, le incertezze sulle future decisioni della *Federal Reserve* causano un aumento della variabilità del cambio. In effetti, dalla fine di gennaio del 1994 il marco si rafforza progressivamente, oltre che rispetto

[20] Vedi European Commission (Economic and Financial Affairs Documentation), *Italy's slow growth in the 1990's*, *op. cit.*, 1 (Summary and main conclusions).

al dollaro anche all'interno dello SME. Tale rafforzamento prosegue anche durante i primi mesi del 1995[21].

Nel 1995 i mercati dei cambi sono segnati da repentine e ampie oscillazioni delle quotazioni sotto l'impulso di massicci movimenti di capitale. La variabilità del dollaro nel corso del 1995 è simile a quella verificatasi nel terzo trimestre del 1992, quando a causa della crisi dello SME si verifica una brusca inversione del valore del dollaro nei confronti del marco.

La spiegazione di queste continue tensioni sui mercati valutari sono da ricondursi essenzialmente a due fattori, l'uno di natura congiunturale, che riguarda l'asimmetria della ripresa produttiva, l'altro di natura strutturale, solo in parte individuato nei timori di una recrudescenza dell'inflazione, della mancata ripresa giapponese, ma soprattutto nelle conseguenze derivanti dalla crisi finanziaria messicana. Il contemporaneo manifestarsi di questi tre fattori, evidenzia gli effetti dei cambiamenti intervenuti sin dall'inizio degli anni '90 nella struttura dei mercati finanziari e valutari, ovvero la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la loro integrazione internazionale, ma anche dell'uso degli strumenti derivati sui tassi di interesse[22]. Nella seconda parte del 1995 (in particolar modo da settembre), una serie di concause di natura economica e politica hanno come effetto un indebolimento del dollaro e il generarsi di nuove pressioni sui cambi, in particolar modo sulla lira[23].

3. Mercato finanziario: il contesto italiano

Nella prima parte della XII Legislatura, l'andamento del cambio della lira è influenzato sia da cause di natura esogena sia da cause di natura interna[24]. Alle tensioni sui mercati finanziari internazionali, in particolare

---

[21] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1995, n. 25, 12: "Nei primi mesi dell'anno il dollaro ha subito un brusco indebolimento, fino a valori minimi di 1,34 marchi e 79,70 yen, che corrispondono ad un deprezzamento rispettivamente del 13,5 e del 20,3 per cento sul dicembre 1994; tra l'inizio di agosto e la metà di settembre il dollaro si è apprezzato dell'8,2 per cento e del 18,2 per cento nei confronti delle due valute, per poi perdere rispettivamente circa due terzi e un terzo di tale guadagno nella seconda parte del mese".

[22] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1995, n. 25, 13.

[23] L'andamento negativo dei conti con l'estero negli USA, la dubbia efficacia delle misure di politica economica adottate dal governo giapponese volte a stimolare la ripresa economica e le incertezze sul realizzarsi del processo di unificazione monetaria in Europa.

[24] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 378: "A partire dall'estate fattori interni di sfiducia, sovrapponendosi a un'evoluzione internazionale non favorevole, hanno portato a un aumento dei tassi d'interesse e ad un indebolimento del cambio".

su quelli americani (v. *supra*), si sommano fattori d'incertezza interni che elevano il rendimento dei Btp decennali dalla metà di maggio del 1994 di 200 b.p. e ampliano il differenziale con i titoli di Stato tedeschi a 400 b.p. quando invece sino a quel momento l'evoluzione dei tassi d'interesse italiani non si era discostata da quella degli altri principali paesi[25].

Tra le cause di natura interna, si manifestano come prevalenti quelle politico-istituzionali ma con una distinzione[26].

Come noto, la riduzione graduale dei tassi d'interesse (resa possibile dall'accordo sul costo del lavoro del 1993)[27] si interrompe alla fine della primavera del 1994 quando l'aumento dei rendimenti dei titoli a più lunga scadenza, le aspettative rilevate presso gli operatori economici e dalle valutazioni congiunturali segnalano il possibile riaccendersi dell'inflazione.

Tuttavia, le tensioni di natura inflazionistica che si manifestano nelle economie dei paesi più industrializzati non sono "pienamente percepite dai mercati e dall'opinione pubblica"[28].

Questa considerazione, che si inserisce in un terreno di ripresa della domanda interna e "nel profilarsi di vincoli all'offerta in alcuni settori"[29], può forse fornire una spiegazione della ragione per cui il neonato Governo Berlusconi presenta un Documento di Programmazione Economica e Finanziaria per il triennio 1995-1997[30] con tagli alla spesa per "soli 27.000 miliardi di lire (in gran parte riconducibili per l'anno 1995 agli effetti degli interventi nel comparto pensionistico[31] e in quello

---

[25] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 174.

[26] Vedi A. Fazio, *La moneta e il sistema globale - Lectio Magistralis del Governatore della Banca d'Italia*, Università degli Studi di Pavia, Almo Collegio Borromeo, Pavia, 4 marzo 2000, testo dattiloscritto, 7: "Nella seconda metà del 1994 *l'instabilità politica interna* e l'andamento dei mercati internazionali creavano nuove tensioni nel nostro sistema finanziario. Si profilavano pressioni inflazionistiche. Iniziava una nuova fase di restrizione creditizia; aumentammo in agosto il tasso di sconto e quello sulle anticipazioni".

[27] Vedi Id., *La moneta e il sistema globale*, *op. cit.*, 7: "La crisi finanziaria nell'autunno di quell'anno veniva scongiurata nel nostro mercato spingendo i tassi sui Buoni del Tesoro trimestrali al di sopra del 18 per cento; i rendimenti dei titoli decennali salivano al 15 per cento. La limitazione dell'espansione creditizia, attuata da tutte le maggiori banche su invito della Banca d'Italia, contribuiva a evitare una nuova ondata inflazionistica. *Concorreva a contenere l'inflazione l'accordo sul costo del lavoro del luglio del 1993, promosso dal Governo Ciampi*".

[28] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 369.

[29] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 369.

[30] Sul punto vedi per un approfondimento il Rapporto di N. Lupo, in questo volume.

[31] L'allora Ministro del tesoro aveva dimostrato notevole sensibilità al problema già in un saggio elaborato in concomitanza all'inizio dell'esperienza di Governo:

sanitario)"[32] che non soddisfano la necessità di "chiari indirizzi di contenimento della domanda interna attraverso la politica di bilancio"[33]. E tale sottovalutazione viene riproposta nel progetto di legge finanziaria presentato a settembre dove "la spesa per interessi sui titoli del debito pubblico viene, peraltro, calcolata nell'ipotesi di una consistente e rapida riduzione dei tassi"[34]. Ulteriore testimonianza di questo bifido intreccio di fattori interni ed esterni è quanto accade nuovamente alla fine del 1994[35].

Gli effetti della crisi messicana si sovrappongono a quelli indotti dalla crisi del Governo Berlusconi.

La formazione del Governo Dini nel gennaio 1995 favorisce "l'allentamento delle tensioni che avevano contrassegnato il volgere dell'anno precedente"[36]. Tuttavia, al ripresentarsi dei segnali di ripresa dell'inflazione e di deprezzamento del dollaro a seguito di nuove tensioni sui mercati finanziari internazionali, la lira, dalla metà del mese di febbraio 1995, si svaluta nuovamente e i corsi dei titoli di Stato tornano a scendere[37]. I rendimenti dei titoli pubblici decennali arrivano a sfiorare il

---

v. L. Dini, *Prospettive del sistema previdenziale italiano*, in *Politica e Mezzogiorno*, 3 (luglio-settembre), 1994, 19-32.

[32] Vedi A. Fazio, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del documento di programmazione economico-finanziaria relativo alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1995-1997*, cit., 58.

[33] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 369.

[34] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 370. Lo stesso Governatore afferma che "il Documento fa riferimento per gli anni 1994 e 1995 a livelli di rendimenti dei titoli pubblici che apparivano realistici nella scorsa primavera, ma che attualmente risultano di oltre un punto percentuale più bassi di quelli osservati sul mercato secondario e alle ultime aste dei titoli pubblici" anche se continua non escludendo che "negli anni successivi il livello dei tassi d'interesse potrà risultare più basso di quello ipotizzato nel Documento, in primo luogo se vengono pienamente raggiunti i risultati programmati per l'inflazione, ma anche e soprattutto se gli interventi di riduzione del disavanzo risultano particolarmente incisivi e sono percepiti come tali dagli operatori e dai mercati", tanto che "nel complesso gli obiettivi indicati nel Documento per il disavanzo al netto degli interessi, se realizzati, appaiono comunque sufficienti a correggere le tendenze destabilizzanti della finanza pubblica": si veda A. Fazio, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del documento di programmazione economico-finanziaria relativo alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1995-1997*, *op. cit.*, 54 ss.

[35] Cfr. A. Fazio, *La Banca d'Italia e il Sistema europeo di banche centrali. La convergenza legale*, in *Banca d'Italia Documenti*, 587, Roma, 12 febbraio 1998, 3: "Nel dicembre 1994 e nei primi mesi del 1995 fattori politici interni e i riflessi della crisi del Messico sui mercati finanziari e valutari aggravavano la situazione".

[36] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1995, 168.

[37] La lira si svaluta del 10,5 per cento nei confronti del marco.

13,4%. La Banca d'Italia intensifica la sua azione restrittiva della liquidità, portando il tasso *overnight* fino al 10,5 per cento[38].

Il sostegno della moneta operato attraverso i tassi di interesse trova poi conforto nell'allentamento delle turbolenze valutarie a seguito sia della diminuzione del tasso di sconto in Germania sia, soprattutto, per effetto dell'approvazione, a metà marzo, della manovra correttiva di bilancio (v. *infra*) e, nella prima metà di maggio (12 maggio) della presentazione da parte del Governo del progetto di riforma previdenziale nonché nell'anticipazione (30 maggio) dell'entità della manovra per il 1996 (pari a 32.000 miliardi di lire). L'obiettivo esplicitato dal Governo è quello di entrare a far parte della III fase dell'Unione monetaria europea sin dalla sua origine. Le tensioni sul valore esterno della lira lasciano il posto a nuovi di timori di inflazione sia per effetto della svalutazione della lira sia per la qualità delle misure della manovra correttiva di bilancio incentrata sull'aumento dell'imposizione indiretta, in presenza di una domanda sostenuta e di un alto grado di utilizzo della capacità produttiva in molti settori.

La Banca d'Italia interviene nuovamente sui tassi. Le oscillazioni del valore del cambio della lira e del livello dei tassi di interesse che si verificano nei mesi successivi, danno un'evidenza solo parziale della tendenza alla riduzione dei differenziali dei tassi di rendimento. In effetti, l'11 agosto, la lira, trascinata dalla ritrovata forza del dollaro e dalla politica monetaria restrittiva della Banca d'Italia torna a quota 1108 lire per marco, raggiungendo il valore migliore dal marzo del 1995, anche se, pochi giorni dopo (28 agosto), la lira perde buona parte del rialzo. Il cambio della lira risente dell'incertezza sulla manovra finanziaria per il 1996 e sulla possibilità che l'Italia partecipi all'Unione monetaria sin dall'inizio.

Il 21 settembre, in particolare, dopo le dichiarazioni del Ministro delle Finanze tedesco sui Paesi aderenti all'Unione monetaria europea, la lira subisce un forte calo.

La manovra finanziaria 1996 non è apprezzata dai mercati finanziari: la lira subisce un nuovo ribasso e perde l'1% sul marco.

Nonostante il peggioramento sul fronte dell'inflazione che sale al 6% in novembre, il nuovo rafforzamento del dollaro aiuta la lira a risalire a 1100 contro marco.

All'indomani delle dimissioni del Governo Dini, siamo all'inizio di gennaio 1996, un marco vale circa 1090 lire.

---

[38] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1995, 165: "i rendimenti del mercato monetario sono cresciuti in misura anche superiore, risentendo dello stretto controllo della liquidità operato attraverso le operazioni di mercato aperto e di rifinanziamento".

Alle dimissioni di Dini, segue il tentativo di formare un nuovo Governo da parte di Maccanico, che rinuncerà all'incarico.

La nuova fase di incertezza del quadro istituzionale, fino alle elezioni politiche dell'aprile, continua a produrre i suoi effetti sul cambio della lira, in particolare nel mese di febbraio 1996. Alla situazione politica interna e allo scioglimento delle Camere si unisce l'apprezzamento del marco tedesco sul dollaro e il contemporaneo aumento dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti ed in Europa. L'indirizzo di politica monetaria delle Autorità monetarie e l'azione di finanza pubblica del Governo Berlusconi

Il quadro congiunturale che si presenta agli inizi della XII Legislatura, come si è visto, è caratterizzato dai timori di una ripresa delle tensioni inflazionistiche a livello internazionale.

I fatti economici che avevano profondamente inciso nelle scelte di politica economica adottate dai Governi Amato e Ciampi[39] - la svalutazione della lira e la necessità del risanamento della finanza pubblica nella prospettiva del rispetto dei criteri fissati dal Trattato di *Maastricht* - vengono sottoposti alla "mutevolezza delle aspettative, alimentata dalle alterne percezioni dei mercati riguardo alla situazione politica e alle prospettive di risanamento del bilancio pubblico"[40]. In particolare, la sentenza 10 giugno 1994, n. 240 della Corte costituzionale in materia di integrazione al minimo dei trattamenti pensionistici in essere prima della L. n. 638/83 (il cui onere è stimato in 30.000 miliardi di lire)[41], l'accrescersi delle aspettative di un aumento delle attese di inflazione al consumo dovuto "alla forte espansione dell'attività produttiva" [42], il nuovo indebolimento del cambio (che supera le 1.000 lire nei confronti del marco, con un deprezzamento del 4% rispetto alla fine di maggio)[43] e un nuovo più significativo aumento del differenziale sui tassi di interesse sui titoli di Stato a lungo termine sono tutti elementi decisivi nel determinare un peggioramento del quadro di finanza pubblica. In questo contesto, la Banca d'Italia interviene sui tassi di riferimento (tasso ufficiale di sconto[44] e tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa) proprio

---

[39] Si rinvia per un approfondimento al rapporto curato da P. F. Lotito, *La politica monetaria, valutaria e dei cambi*, cit., 163 ss.

[40] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1994, 172.

[41] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1994, n. 23, 53. Peraltro, "il Documento (di programmazione economico-finanziaria) non prevede ... il modo di far fronte agli esborsi straordinari derivanti dalla sentenza della Corte Costituzionale in materia di pensioni minime": cfr. A. Fazio, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del documento di programmazione economico-finanziaria relativo alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1995-1997, op. cit.*, 53.

[42] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, febbraio 1995, n. 24, 55.

[43] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1994, n. 23, 53.

[44] di seguito, per brevità, TUS.

allo scadere dei primi cento giorni di Governo Berlusconi, l'11 agosto del 1994 (aumento del TUS dal 7,0% al 7,5%)[45], dopo che il giorno successivo al suo insediamento, l'11 maggio 1994, seppur in concomitanza con analoghe decisioni da parte di altre banche centrali europee, li aveva ridotti nella stessa misura (diminuzione del TUS dal 7,5% al 7,0%), per poi intervenire, di nuovo, nel febbraio 1995 (aumento del TUS dal 7,5% all'8,25%) e alla fine di maggio dello stesso anno

[45] Cfr. L. Izzo, *Le scelte della Banca d'Italia sui tassi determinate dalle incertezze della manovra sui conti pubblici Otto regole per salvare la lira*, in *Il Sole 24 ORE* del 18 agosto 1994. Il grafico ... riportato in articolo sull'evoluzione dei Tassi sui titoli di Stato a 10 anni "[...] illustrativo del sentimento del mercato, non appare esprima valutazioni particolarmente critiche della fase governativa che ha preceduto quella attuale. Può ben darsi che queste valutazioni del mercato tengano conto che il confronto tra il periodo del Governo Ciampi e il periodo del Governo Berlusconi non concerne situazioni omogenee tra loro. Occorre, in altre parole, prendere atto che il Governo Ciampi era privo di maggioranza, mentre il Governo Berlusconi dispone di un vasto sostegno moderato-conservatore. Si dovrebbe quindi, a priori, ritenere che l'esercizio dell'azione di governo sia relativamente meno complesso per Berlusconi che per Ciampi". Il grafico - secondo l'Autore – "esprime fondamentalmente aspettative dell'andamento futuro dell'inflazione e della finanza pubbliche italiane. Tali aspettative appaiono terribili. Dunque urge che esse siano immediatamente ed efficacemente contrastate. Questa azione ha una priorità assoluta, ci permettiamo di affermare, nell'interesse del Governo e per l'Italia". E ancora - secondo l'Autore – l'autorità di governo sceglieva ancora una volta di non adottare provvedimenti e si limitava al tentativo, peraltro sperimentato senza successo in passato, di sopire e lenire ansie ed angosce. Purtroppo, come si è scritto, è verosimile che accadimenti come quelli del giovedì nero pre-ferragosto si replichino, e anche con maggior frequenza, mentre, per la natura stessa del fenomeno, resta imprevedibile il momento o i momenti in cui essi si verificheranno. Perciò, "*chapeaux bas*" alla nostra Banca Centrale che ha deciso di intervenire, chiaramente nello svolgimento di un'azione di supplenza, con la manovra del Tus. Sarebbe certamente risultata incomprensibile al mercato una scelta di assentarsi fatta dalla Banca d'Italia dopo che la *Riksbank* svedese aveva elevato di mezzo punto percentuale il suo principale tasso attivo e in misura leggermente inferiore un importante tasso d'interesse monetario. Nell'articolo in parola l'Autore dà menzione di un editoriale apparso sul *Financial Times* in cui si commenta "la presa di posizione della Banca d'Italia ai bordi della scacchiera con un qualche snobismo: in particolare ... ricordato che nell'anno corrente l'obiettivo di avanzo primario da realizzare ascende al due per cento del Pil, per poi osservare che, date queste premesse di aggiustamento, sarebbe obbrobrioso se l'Italia non proseguisse il risanamento della finanza pubblica. In conclusione, occorre prendere atto che sul mercato finanziario internazionale prevale uno stato di incertezza circa la realizzazione del programma di risanamento della finanza pubblica italiana".

(aumento del TUS dall'8,25% al 9%) con l'obiettivo principale di piegare l'inflazione e sostenere indirettamente il cambio[46].

TAV. 3 - EVOLUZIONE DEL TASSO UFFICIALE IN SCONTO IN ITALIA NEL PERIODO RELATIVO ALLA XII LEGISLATURA				
DATA	11.05.94	11.08.94	21.02.95	26.05.95
TUS (in %)	7,0	7,5	8.25	9.00

La banca centrale nazionale si trova ad affrontare le tensioni sui mercati finanziari a pochi giorni dall'entrata in carica del Governo Berlusconi, nonostante le decise e rassicuranti dichiarazioni del Presidente del Consiglio[47]: "dalla seconda decade di giugno, fattori di tensione interni, legati in particolare alle tensioni sui conti pubblici, hanno prevalso su quelli internazionali"[48].

La presentazione nel luglio del 1994 del Documento di programmazione economico-finanziaria rivela i saldi della manovra finanziaria che è di dimensioni maggiori rispetto a quella del 1993 (45.000

[46] Cfr. A. Fazio, *La Banca d'Italia e il Sistema europeo di banche centrali La convergenza legale*, in Banca d'Italia Documenti, 587, Roma, 12 febbraio 1998, 3: "I tassi ufficiali venivano aumentati in tre occasioni: nell'agosto del 1994, al primo manifestarsi delle tensioni sui prezzi; nel febbraio del 1995, in concomitanza con la manovra aggiuntiva di bilancio; nel maggio dello stesso anno, al profilarsi di dubbi sul rientro dell'inflazione".

[47] Anche se in un primo momento i mercati finanziari rassicurati dalle dichiarazioni del Presidente del Consiglio approvano il programma economico del nuovo Governo rassicurati dalla manifestata volontà di continuare il risanamento finanziario dello Stato e di non procedere ad operazioni di natura straordinaria sul debito: "Il controllo del processo inflattivo e la doverosa azione di contenimento e di riduzione del debito dello Stato, a partire dal disavanzo di parte corrente, impongono limiti severi alla spesa pubblica. [...] Una cosa assolutamente è certa: il debito dello Stato non può essere consolidato, in alcuna forma, a danno dei risparmiatori e dei sottoscrittori che nello Stato hanno avuto fiducia. Il Governo è consapevole del fatto che la ripresa non sarà sostenibile se non accompagnata da una profonda, incisiva azione di risanamento della finanza pubblica. Questo è richiesto dai mercati finanziari, è dovuto per frenare la crescita del debito pubblico, è condizione necessaria per la nostra partecipazione al processo di integrazione europea, si impone come condizione per una discesa dei tassi di interesse a lungo termine e per una ripresa degli investimenti privati": v. Camera dei Deputati, *Dichiarazioni del Presidente del Consiglio dei Ministri*, in *Atti Parlamentari*, 16 maggio 1994, 100 ss.

[48] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1994, n. 23, 54.

miliardi di lire)[49] ed individua gli indirizzi della politica di bilancio idonei a ricondurre le tendenze di finanza pubblica verso gli obiettivi *europei* codificati nella stabilizzazione del rapporto tra debito e Prodotto interno lordo attraverso la realizzazione di avanzi primari crescenti[50], in linea con le linee guida di convergenza delle politiche economiche dei Paesi dell'Unione europea[51].

Segnali di peggioramento delle aspettative di inflazione ed una crescita più rapida del previsto dei prezzi alla produzione, uniti ad un nuovo progressivo deprezzamento della lira sul mercato dei cambi e ad un aumento del rendimento dei Btp decennali oltre i 450 b.p. di differenziale con i rendimenti dei corrispondenti titoli di Stato tedeschi, inducono le autorità monetarie (v. *supra*) a rialzare di mezzo punto percentuale il tasso ufficiale di sconto e le anticipazioni a scadenza fissa[52]. L'effetto è quello di ottenere un temporaneo miglioramento (fino ad ottobre) delle aspettative anche in coincidenza della presentazione della Relazione previsionale e programmatica che, tenendo conto dell'andamento meno favorevole dell'andamento dei tassi d'interesse, amplia la manovra di bilancio con l'obiettivo di un rialzo dell'avanzo primario a 37.650 miliardi

---

[49] Come riportato in un articolo del *Financial Times* del 4 agosto 1994 (*Bank airs its doubts on the budget: Governor Fazio has no quarrel with spending cuts, but wonders if they will bring the expected savings*), il Governatore in Audizione parlamentare sulla manovra di finanza pubblica 1995-1997, pur riconoscendo un *target* ambizioso nell'ammontare di 45.000 miliardi di lire, "*voiced concern that the spending cuts would not produce the required sums and that too much of the new revenue was coming from one-off measures*".

[50] Cfr. Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1995*, vol. I, 1996, 85.

[51] Anche se si veda European Commission, *Bullettin of European Union*, 7/8, 1994, 120: "In Member States where interest payments constitute a significant budgetary item and where the debt ratio is high and increasing (Belgium, Greece and *Italy*) decisive efforts should be undertaken to reduce budget deficits, *mainly through the containment of the growth of primary current spending*" (nostro corsivo). Perciò, [...] "In Italy, following the progress made in 1993, it is necessary to strenghten the efforts to promote budgetary adjustment in a medium-term framework".

[52] Cfr. European Commission , *Italy's slow growth in the 1990's*, *op. cit.*, 8: "Monetary policy, which had been easing until 1994Q2 (in May there was a further reduction in the official rates), changed orientation in the summer of 1994, reacting to the perceived uncertainties in fiscal policy, the consolidating economic recovery and the tightening of monetary policy abroad. A "game" started between the Central Bank, aiming to show its determination in abating inflation, and the markets, daily assessing the sustainability of both fiscal and monetary policy, as well as the endurance of the wage moderation stemming from the income policy agreements of 1992 and 1993".

di lire[53]. Lo stralcio della riforma previdenziale dal disegno di legge finanziaria e l'approvazione della legge finanziaria (L. 23/12/94 n. 725) e dei due provvedimenti collegati (L. 30/11/94 n. 656 e L. 23/12/94 n. 724) con le modifiche dettate dagli emendamenti accolti dal Parlamento, pur non modificando in termini di saldi programmatici l'entità della manovra, suscita un giudizio negativo da parte del Fondo Monetario Internazionale[54]. Inoltre, il Rapporto annuale della Commissione Europea esprime le proprie perplessità sulla possibilità che l'Italia entri a far parte della terza fase dell'Unione monetaria europea sin da subito.

Anche la Corte dei Conti, pur riconoscendo "un giudizio sostanzialmente positivo sugli intenti espressi dal governo circa il percorso di riequilibrio dei conti pubblici e circa la dimensione degli interventi correttivi da attuare nel triennio"[55], manifesta alcune perplessità sulla scelta di ricorrere a misure fiscali straordinarie e incerte dal punto di vista del gettito e sulla rinuncia all'attuazione del disegno dell'organizzazione amministrativa avviato con la L. n. 537/93[56], nonché all'incertezza dell'effettiva realizzabilità dei contenimenti di spesa in materia di sanità e previdenza[57]. L'organo di magistratura contabile dello Stato evidenzia come il Governo abbia formulato ipotesi ottimistiche circa l'evoluzione dei tassi d'interesse[58].

---

[53] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1995*, vol. I, 1996, 86.

[54] International Monetary Fund (IMF), *Annual Report 1995*, Washington D.C., 60: "In contrast to the generally positive developments in the real economy, *the fiscal situation remained critical. In 1994, the planned "pause" in the process of fiscal adjustment resulted instead in a backtracking*, with the primary surplus falling to 1.1. percent of GDP (from 1.8 performance cent of GDP in 1993). In addition, *overoptimistic interest* rate assumptions underlying the 1995 budget required further corrective measures in march 1995 (nostro corsivo)".

[55] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1994*, vol. I, 1995, 90. Sull'impianto complessivo della manovra di bilancio per il 1995, la Corte si è espressa sia nei referti trasmessi al Parlamento (Referto sul bilancio a legislazione vigente, dell'ottobre scorso, Relazioni quadrimestrali sulla legislazione di spesa) sia in occasione delle audizioni presso le Commissioni bilancio di Camera e Senato sul DPEF 95-97 (26 luglio 1994) e sul bilancio dello Stato (18 ottobre 1994).

[56] Sul punto si rinvia alle considerazioni espresse da N. Lupo, in questo volume.

[57] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1994*, vol. I, 1995, 90.

[58] Così si esprime anche il Fondo Monetario Internazionale, v. International Monetary Fund (IMF), *Annual Report 1995*, Washington D.C., 60: "[...], *overoptimistic interest rate assumptions underlying the 1995 budget* required further corrective measures in march 1995". Cfr. anche M. Cal., *Dopo la tempesta dei mercati. Da Arcore segnali di stabilità politica e il Quirinale appoggia il governatore Fazio Scalfaro difende la Banca d'Italia*, "*È essenziale*

In effetti, anche le valutazioni relative ai conti pubblici del 1994 contenute nella Relazione previsionale e programmatica del settembre 1994, scontano erroneamente un ritorno dei tassi di interesse sui titoli del debito pubblico ai livelli registrati nel mese di maggio del 1994. E anche se nel 1994 la spesa per interessi si attesta - in rapporto al Prodotto interno lordo - al 10,7%, grazie alla diminuzione dei tassi d'interesse sui titoli di Stato emessi tra la fine del 1992 e il primo semestre del 1994[59], il costo del servizio del debito continua a rappresentare il problema di base per il risanamento dei conti pubblici. Dal momento dell'approvazione della manovra di bilancio, sfavorevoli condizioni internazionali e difficoltà di origine interna, legate all'aspettativa dell'apertura di una nuova crisi di governo, e la percezione di uno scarto considerevole tra tendenze in atto e obiettivi programmatici accentuano il grado di sfiducia dei mercati finanziari, aggravando ulteriormente l'onere per il pagamento degli interessi sul debito[60]. L'indirizzo di politica monetaria delle Autorità monetarie e l'azione di finanza pubblica del Governo Dini. Come noto, l'apertura della crisi del Governo Berlusconi rende ancora più acute le tensioni sui mercati valutari e finanziari, che si estendono anche al mercato monetario. Il cambio della lira nei confronti del marco subisce un ulteriore deprezzamento. Con l'entrata in carica del Governo Dini le tensioni sul mercato monetario cominciano a rientrare. La necessità di perseguire un rapido recupero di fiducia dei mercati, induce il nuovo Governo a presentare alla fine di febbraio (d.l. n. 41) una manovra aggiuntiva dell'ammontare complessivo di circa 21.000 miliardi di lire per il 1995. Il peggioramento delle aspettative inflazionistiche ed il nuovo deprezzamento della lira, dovuto non soltanto alle tensioni sui mercati

---

per tutti l'autonomia dell'Istituto", in *Il Sole 24 ORE* del 14 agosto 1994: "[...] nel suo intervento in Parlamento sul Dpef Fazio aveva segnalato che il livello dei rendimenti dei titoli pubblici cui il piano governativo fa riferimento per il '94 e il '95 era più basso di un punto rispetto a quelli registrati per le ultime aste. Poi è arrivato l'aumento del tus. E se è vero che esso ha preso atto di un andamento che il mercato aveva già scontato, c'è da tener presente che uno scostamento rispetto alle previsioni dei rendimenti di BoT e CcT si tradurrebbe in un maggior esborso per interessi sul debito (si stima che un punto incida su base annua per 10mila miliardi). Ma non è il solo elemento di incertezza. I dati sulle entrate relativi ai primi sei mesi rappresentano un altro campanello d'allarme. Per ora nulla di più. Ma se il buco rispetto alle previsioni - sul versante dell'acconto dell'autotassazione (2mila miliardi) e su altre fonti d'entrata (circa mille miliardi) - si riproducesse nella seconda metà dell'anno anche nelle entrate si potrebbe aprire una falla".

[59] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1994*, vol. I, 1995, 405.

[60] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1994*, vol. I, 1995, 89.

finanziari legate all'andamento della politica interna ma anche al cedimento del dollaro nei confronti del marco, collegato alla crisi messicana, induce la Banca d'Italia (v. *supra*) ad aumentare il tasso ufficiale di sconto dal 7,5% all'8,25% e del tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa dall'8,5% al 9,75%. L'entità dell'intervento è commisurata al fatto che durante i mesi di febbraio e marzo 1995 la lira subisce il più forte deprezzamento dopo quello del settembre del 1992 (v. tav. 4.).

TAV. 4 - TASSI DI CAMBIO DELLA LIRA
(dati non destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente)

VOCI	1994					1995		
	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.
Tassi di cambio nominali della lira								
Marco/ lira	-4,6	0,4	1,2	-4,1	-2,2	-8,3	-6,9	6,1
Dollaro /lira	-2,5	-1,9	4,8	2,0	-1,1	-3,4	-1,4	3,6

Fonte: BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, tav. 9, n. 25, ottobre 1995, 33

La svalutazione della lira e l'impennata dei tassi d'interesse alimentano i deflussi netti di capitale per oltre 12.000 miliardi di lire nel solo I trimestre 1995[61].

Di entità rilevante diventa il saldo negativo della voce "errori e omissioni" della bilancia dei pagamenti (-11.700 miliardi di lire dei primi tre mesi del 1995 contro + 4.000 miliardi di lire nello stesso periodo del 1994) ad evidenziare la mancata segnalazione valutaria dei proventi delle esportazioni che vengono investiti direttamente all'estero senza che il valore delle merci esportate venga registrato correttamente. Tra l'ultima decade di febbraio e la prima metà di marzo il rendimento lordo dei Btp decennali aumenta di 120 b.p., espandendo il divario con i corrispondenti titoli tedeschi oltre il 6,5%, livello più elevato dall'aprile del 1993.

[61] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1995, n. 25, 33. Si noti come già nel secondo trimestre del 1994 i deflussi netti degli investimenti di portafoglio sono ammontati a 20.600 miliardi di lire, di cui 11.700 solo nel mese di giugno, mentre nel 1993 il deflusso netto da parte dei residenti era stato soverchiato dall'afflusso netto dell'estero: v. A. Fazio, *Attività conoscitiva preliminare all'esame del documento di programmazione economico-finanziaria relativo alla manovra di finanza pubblica per gli anni 1995-1997*, cit., 61.

L'approvazione della manovra correttiva di bilancio a metà marzo, la riduzione del tasso di sconto da parte della *Deutsche Bundesbank* in aprile, e l'annuncio della riforma previdenziale nella prima metà di maggio consentono un allentamento delle tensioni, al punto che la lira tra la seconda metà di marzo e la prima metà di maggio subisce una rivalutazione e il differenziale con i titoli tedeschi si riduce al 5%[62].

L'oscillazione della lira e dei corsi dei titoli di Stato continua anche nel mese di maggio, quando i nuovi timori di inflazione legati alla diffusione dei dati sul costo della vita e dei prezzi alla produzione vengono resi maggiormente concreti dal crescente utilizzo della capacità produttiva e dall'espansione sostenuta della domanda. Il nuovo indebolimento del cambio della lira induce la Banca d'Italia (26 maggio 1995) un nuovo intervento sul tasso ufficiale di sconto e sul tasso delle anticipazioni a scadenza fissa che salgono rispettivamente al 9,0% e al 10,5% (v. *supra*).

La nuova misura restrittiva dei tassi d'interesse, il delinearsi di un quadro internazionale più favorevole in seguito alla riduzione dei tassi d'interesse in Germania e in Giappone, unitamente al rafforzamento del dollaro, consentono un nuovo recupero del cambio della lira che si apprezza di circa il 7% in termini effettivi tra la fine di luglio e l'inizio di settembre e una discesa del differenziale con i titoli tedeschi al 4,7%, lo stesso livello della fine del 1994. Nonostante che il livello del tasso di sconto passi dal 7,0% del maggio 1994 al 9,0% dello stesso mese di un anno dopo, con un maggior onere della spesa per interessi, la crescita economica più rapida del previsto agevola i conti pubblici, in particolare le entrate tributarie.

L'impatto della crescita economica sui conti pubblici era già stato evidenziato dalla Corte dei Conti nella Relazione del 1994 in cui esprimeva l'avviso che "nonostante l'apparente regresso registrato nel 1994 nel processo di riequilibrio avviato nel 1992 (segnalato dai risultati di saldo assai discosti dagli obiettivi), numerosi fattori concorrevano nel precostituire una base di partenza favorevole per i conti pubblici del 1995 e degli anni seguenti"[63]. Ne è prova il fatto che il saldo primario (secondo un'analisi dell'Istituto Monetario Europeo) subisce un incremento considerevole nel periodo 1990-95, pari a 5 punti di Prodotto interno lordo contro un valore medio per i quindici Paesi dell'Unione europea di circa un punto percentuale e con valori di segno negativo per la Francia e il Regno Unito e inferiori all'1% per la Germania, anche grazie agli interventi di riordino strutturale dei settori di spesa a rischio (in particolare, previdenza e sanità) seppur realizzati in ritardo.

---

[62] Vedi Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, ottobre 1995, n. 25, 54-55.

[63] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1994*, vol. I, 1995, 87.

I notevoli avanzi primari realizzati sin dal 1992 consentono di assorbire la crescita della spesa per interessi che nel 1995 segna un aumento del 12.1%, salendo in termini assoluti ad oltre 193.000 miliardi di lire (21.000 miliardi in più del 1994). Tale crescita viene individuata nella sfavorevole evoluzione dei tassi d'interesse in atto dalla seconda metà del 1994 a sua volta indotta sia dalle tendenze al rialzo dei tassi internazionali sia dall'alto premio per il rischio.

Tuttavia è da segnalare che l'aggravio dell'onere per interessi registrato nel 1995 avrebbe peraltro potuto risultare ancora più elevato se il Tesoro non avesse adottato anche nel 1995 la soluzione tecnica delle emissioni a cedola immutata e, quindi, di entità inferiore ai tassi di mercato (con conseguente espansione del fenomeno degli scarti di emissione, non contabilizzati nel fabbisogno) e non avesse fatto ricorso ad emissioni di CTZ, per i quali gli oneri per interessi sono registrati al momento della maturazione[64]. Tale meccanismo contabile, in effetti, consente di contenere il fabbisogno dell'anno, ma esercita effetti negativi sullo stock di debito pubblico attraverso la voce "scarti di emissione". Gli scarti di emissione nel 1995 segnano un forte incremento passando da poco più di 9.000 miliardi nel 1994 ad oltre 18.000 miliardi nel 1995.

Tuttavia, nonostante la pesante svalutazione della lira nella prima metà del 1995, gli effetti del cambio sullo stock di debito in valuta risultano addirittura in diminuzione rispetto all'anno precedente. Le cause vanno ricercate nella debolezza del dollaro e dello yen, valute in cui si sono concentrate le nuove emissioni, e nel forte recupero delle quotazioni della lira, rispetto a tutte le valute, dopo i massimi raggiunti nella prima metà del 1995. Il consistente ricorso all'emissione di prestiti in valuta segnala il proposito dell'emittente di non irrigidire la spesa per interessi con livelli dei tassi incoerenti rispetto a quelli allora ipotizzabili in caso di ingresso del nostro paese nell'Unione Monetaria Europea.

Dunque, nonostante le difficoltà politiche e le tensioni di natura internazionale sui mercati finanziari, è con il Governo Dini che si realizza la stabilizzazione del rapporto debito/Pil, obiettivo strategico dell'azione di riequilibrio dei conti pubblici e per gli impegni derivanti dal Trattato di *Maastricht*[65].

---

[64] Corte dei Conti, *Decisione e relazione della Corte dei Conti sul rendiconto generale dello Stato per l'esercizio finanziario 1994*, vol. I, 1995, 88.

[65] Tanto che il Consiglio nelle "Council recommendation on the broad guidelines of the economic policies" non esita ad affermare: "In Italy, the fiscal consolidation measures taken over recent years are beginning to bear fruit. These efforts should be continued through the full implementation of the recently announced three-year plan": v. European Commission, *Bullettin of European Union*, 7/8, 1995, 134.

Nel Documento di programmazione economica e finanziaria presentato dal Governo Dini viene ribadito come impegno della politica economica del Governo quello di porre in essere le condizioni per la piena adesione alla terza fase dell'Unione Monetaria Europea (UME)[66]. È certo che il menzionare la questione del ritorno della lira nello SME come prioritaria, non soltanto per il suggerimento degli adempimenti istituzionali che prevedono la permanenza nello SME dei Paesi membri nei due anni antecedenti il passaggio alla terza fase dell'Unione monetaria europea ma "anche la convinzione che tale ritorno può contribuire a riportare il cambio della lira e i tassi di interesse verso livelli che meglio degli attuali riflettano la vera situazione del Paese", contribuisce a rafforzare la convinzione dei mercati finanziari sulla volontà di attuare misure di politica economica che confermino "in modo deciso e irreversibile la convergenza dell'Italia verso i parametri del trattato di *Maastricht*"[67].

Nel Documento di programmazione economico-finanziaria viene riaffermato "con piena convinzione" l'intendimento di perseguire i principi fissati dal trattato di *Maastricht*, da realizzarsi oltre che dall'aggiustamento della finanza pubblica "con una politica di *ragionevole stabilità* dei redditi nominali ... affidata alla concertazione tra Governo e parti sociali" e per mezzo della quale "i rapporti di cambio della lira con le altre monete si stabilizzeranno su valori meno depressi di quelli attuali; i tassi d'interesse su titoli a medio-lungo termine si attesteranno su valori nominali più bassi di quelli attuali e acquisteranno maggiore indipendenza dai tassi a breve fissati per gli obiettivi di politica monetaria"[68]. Affermazione di intenti che tiene conto delle *performance* del 1994 che esprimono divergenze di rilievo rispetto ai criteri di *Maastricht* se si tiene conto che il tasso d'inflazione è pari al 3,9% (contro una media del 2% dei tre Paesi con il migliore risultato), la lira è ancora fuori del Sistema Monetario Europeo, il tasso d'interesse a lungo termine è pari al 10,6% (contro una media del 7% dei tre Paesi con il migliore risultato di inflazione), l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche è pari al 9 per cento del Pil (contro il 4,9% della media degli altri Paesi e il 3% del criterio di *Maastricht*) e, infine, il debito delle amministrazioni

---

[66] Già nelle Dichiarazioni programmatiche il Presidente del Consiglio dott. Dini afferma: " [...] Comunque il rientro nello SME resta un nostro primo obiettivo": v. *Vita italiana, Governo Dini* , 3 ss., Presidenza del Consiglio dei Ministri - Dipartimento per l'editoria e l'informazione, Roma, 1996, 27.

[67] "Le condizioni per il rientro nell'Europa - gli accordi di cambio e l'Unione europea" in *Documento per la programmazione economica e finanziaria per il triennio 1996-1998*, testo dattiloscritto, 1995, 20.

[68] "Le condizioni per il rientro nell'Europa - gli accordi di cambio e l'Unione europea" in *Documento per la programmazione economica e finanziaria per il triennio 1996-1998*, testo dattiloscritto, 1995, 19.

pubbliche in rapporto al Pil è circa il doppio del criterio di *Maastricht* (60 per cento), contro il 71,4% della media degli altri Paesi.

6. Conclusioni

La globalizzazione finanziaria e la libertà di circolazione dei capitali che ne è il presupposto hanno contribuito, unitamente alle trasformazioni istituzionali in atto in Europa sin dal 1992, a modificare l'azione delle autorità monetarie nonché gli obiettivi relativi al governo della moneta e al controllo della liquidità. Il processo di divorzio della Banca d'Italia dal Tesoro, appena conclusosi con la riforma della disciplina del conto corrente di gestione della tesoreria[69], trova per la prima volta un banco di prova nell'instabilità dei mercati finanziari e nell'incertezza del quadro istituzionale di riferimento.

L'azione della banca centrale nazionale si muove essenzialmente nell'ambito dei propri compiti istituzionali e, in linea con le previsioni comunitarie, si pone l'obiettivo di assicurare il contenimento delle pressioni inflazionistiche alimentate dalla sottovalutazione della lira e di creare le condizioni per la convergenza dell'inflazione italiana verso quella dei maggiori paesi europei. Il corollario monetario stabilito dagli artt. 4 (ex articolo 3A) e 105.1 del Trattato di *Maastricht* (il perseguimento dell'obiettivo principale della stabilità del valore dei prezzi) diventa il sestante dell'azione della banca centrale[70]. In questo contesto, ovvero in un quadro in cui non è assicurata la stabilità del valore esterno della moneta da alcun accordo di cambio (essendo la lira, come noto, ancora fuori del circuito dello SME) e, in cui, gli Esecutivi che si succedono devono confrontarsi con la necessità di ottenere la "fiducia" (v. *supra*) dei mercati nell'azione di risanamento della finanza pubblica, la politica monetaria mira "a dare un contributo di stabilità, offrendo a famiglie, imprese e operatori finanziari un riferimento per il medio termine capace di orientarne le aspettative in senso antinflazionistico"[71]. Si evidenziano così quegli aspetti che caratterizzano il modello di controllo della liquidità e del governo della moneta in cui i compiti di politica economica, ovvero, il perseguimento degli obiettivi in termini dei principali aggregati macroeconomici è affidato all'azione del Governo.

---

[69] V. P. F. Lotito, *La politica monetaria, valutaria e dei cambi*, cit., 185 ss.

[70] In un contesto in cui "[...] l'azione degli Stati membri e della Comunità comprende, alle condizioni e secondo il ritmo previsti dal ... trattato, l'adozione di una politica economica che è fondata sullo stretto coordinamento delle politiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni" (art. 4.1 Trattato di Maastricht così come in GU C 340 del 10.11.1997, 182) assieme alla conduzione di una politica monetarie e del cambio uniche.

[71] Vedi Banca d'Italia, *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, 1995, 168.

Diventano rilevanti, in particolare nel contesto di allora, in cui il risanamento della finanza pubblica è ancora un processo *in nuce*, l'entità e la qualità delle manovre correttive di bilancio più dell'azione di impulso allo sviluppo e alla crescita economica che l'Esecutivo vuole porre in essere.

D'altronde, si tratta di un *trade off* obbligato, da cui si può prescindere solo se si liberano risorse dal settore pubblico.

Secondo questo modello l'efficacia dell'azione della banca centrale si accresce se nel mercato si rafforza il convincimento della sua autonomia e della determinazione con cui essa persegue l'obiettivo antinflazionistico. In questa azione, le condizioni della finanza pubblica esercitano un'influenza importante, in quanto in presenza di un credibile processo di aggiustamento dei conti pubblici aumenta la capacità della banca centrale di agire sulle aspettative degli operatori.

Muovendo da queste considerazioni di ordine generale, sembra di poter rilevare un'incoerenza nella scelta con la quale il Governo Berlusconi affronta i temi della politica monetaria, valutaria e dei cambi, così strategici e centrali in quella fase della storia repubblicana, in cui, lo ribadiamo, il rispetto dei vincoli derivanti dall'adesione al Trattato di *Maastricht* ci imponevano un processo di risanamento strutturale e duraturo della finanza pubblica, tanto più in un contesto in cui alla ripresa economica si associava un aumento del livello dei tassi di interesse.

Nel programma elettorale del movimento politico di cui è *leader* il Presidente del Consiglio Berlusconi si richiamano quei principi su cui si basano le politiche economiche dei governi *supply-side oriented*[72] in un contesto in cui la banca centrale ha come compito esclusivo quello di perseguire l'obiettivo antinflazionistico.

Il programma, infatti, afferma in modo inequivocabile che "la stabilità monetaria è condizione irrinunciabile per il corretto funzionamento di un'economia di mercato, [...] obiettivo fondamentale della politica monetaria, affidato alla responsabilità della Banca d'Italia" che in proposito deve operare nella più assoluta indipendenza dalle esigenze di finanziamento del disavanzo pubblico, e, quindi, dalle pressioni del Governo, fino al punto di proporre di rendere il Governatore della Banca d'Italia personalmente responsabile del raggiungimento dell'obiettivo[73].

---

[72] Ovvero "riduzione della discrezionalità delle manovre di Governo e utilizzo delle regole di condotta affiancate da un sistema legislativo sulle politiche fiscali e del lavoro che lasci presagire alti costi di cambiamento": v. B. Chiarini, *op. cit.*, 79.

[73] Come si legge nel *Programma elettorale di Forza Italia* (bozza), 1994, 56 ss.: "L'inflazione, infatti, provoca distorsioni nel funzionamento del sistema dei prezzi, scoraggia le decisioni di investimento a lungo termine e finisce con l'influire negativamente su occupazione e sviluppo. [...] Perché le autorità monetarie possano essere considerate responsabili del perseguimento della

Ora, non si può non evidenziare come il principio della stabilità dei prezzi sia la pietra angolare della "Costituzione monetaria europea" già allora codificata nel Trattato di *Maastricht* e che aveva trovato piena e formale attuazione nel completamento del processo di separazione della Banca d'Italia dal Tesoro[74].

Al punto che viene da chiedersi la ragione di una tale solenne affermazione di principio se solo si pone mente ai problemi sorti con i vertici della Banca d'Italia[75] e alle prese di posizione di alcuni membri del

---

stabilità, tuttavia, la loro azione deve svolgersi nella più assoluta indipendenza dalle esigenze di finanziamento del disavanzo pubblico. Le inflazioni di questo secolo hanno quasi sempre avuto origine dal tentativo di finanziare le spese pubbliche con la creazione di moneta. Per scongiurare, quindi, quel rischio è necessario che la Banca d'Italia continui ad essere responsabile della difesa del potere di acquisto della Lira, indipendente dalle pressioni dal governo per il finanziamento monetario del disavanzo, e sia chiamata a rispondere al Parlamento e all'opinione pubblica dei risultati della sua politica". Le proposte che vengono formulate, oltre a quella citata nel testo, sono "far sì che la Banca d'Italia si ponga come obiettivo fondamentale la stabilità monetaria e la difesa del potere di acquisto della Lira e proibire il finanziamento monetario del disavanzo pubblico", cfr. anche B. Chiarini, *op. cit.*, 79.

[74] Il Fondo Monetario Internazionale dà atto del cammino intrapreso dai precedenti Governi (v. International Monetary Fund (IMF), *Annual Report 1994*, Washington D.C., 49): "Rehabilitation of public finances had begun, a new wage negotiating process had been agreed upon, *the full and formal independence of the Bank of Italy had been achieved*, and the privatisation program had been initiated successfully".

[75] Sul concetto di autonomia e sulla sua interpretazione da parte della maggioranza di Governo cfr. anche *Banca d'Italia attende parole chiare*, in *Il Sole 24 ORE* del 21 agosto 1994: "[...] Ma proprio qui sta il *vulnus* all'autonomia, nel ritenere che questa sia solo una prerogativa funzionale all'interno di un sistema istituzionale "normalizzato" e omogeneo alle maggioranze che di volta in volta governano: un'aberrazione nella quale non eravamo caduti nemmeno nei tempi peggiori della Prima Repubblica (dei cui metodi spartitori attendiamo ancora, con ansia, il superamento)". Sul punto v. anche R. Graham, *Berlusconi's troubles rebound on Bank of Italy*, in *Financial Times* del 29 luglio 1994. Intervenendo sempre sull'autonomia (vedi M. Clarich, *L'attacco alla Banca d'Italia ripropone il tema cruciale dei rapporti con il Governo l'autonomia come valore*, in *Il Sole 24 ORE* del 23 agosto 1994): Clarich sottolinea il fatto che "Se la vecchia legge bancaria del 1936, impastata di dirigismo e di una concezione programmatoria dei rapporti fra potere pubblico ed economia, poteva giustificare interventi dall'esterno da parte dell'autorità politica, ora il nuovo Testo unico improntato alla visione di un mercato aperto alla libera concorrenza all'interno della Comunità europea, esalta ancor più l'autonomia, non solo dell'Istituto di via Nazionale, ma anche delle singole banche. La stessa Banca d'Italia infatti deve esercitare i propri poteri autorizzativi

Governo che, al riguardo, hanno rimarcato, una volta di più, la scarsa coesione dei partiti della coalizione. In particolare tutta la vicenda della nomina dei nuovi vertici della Banca d'Italia (vale a dire del successore dell'allora Ministro del Tesoro, dott. Dini) mette in risalto le prese di posizione di esponenti del Governo e della maggioranza parlamentare non perfettamente coerenti con il principio dell'autonomia della Banca centrale[76], tanto che un esponente di uno dei partiti della coalizione di maggioranza commentando il rialzo del tasso ufficiale di sconto dell'11 agosto 1994 afferma come "indispensabile che anche la Banca d'Italia si abitui a esercitare la sua autonomia tecnica nel quadro delle scelte politiche di Governo"[77].

---

e regolamentari solo in base al criterio della «sana e prudente gestione» delle banche sottoposte a vigilanza".

[76] La questione dell'autonomia della Banca d'Italia si apre con la questione della nomina del successore dell'ex direttore generale di Banca d'Italia, dott. Dini, già all'indomani della costituzione del Governo Berlusconi. In merito cfr. R. Graham, *Berlusconi seeks to control bank appointments*, in *Financial Times* del 4 luglio 1994 in cui si dà menzione di una nota dell'ufficio stampa di Palazzo Chigi "asserting the government's right to control appointments to the central bank's four-person directorate. The statement said: The bank's autonomy cannot be confused with the power to make nominations for the senior positions - a power which in all industrialised countries (including those central banks regarded as having the maximum of autonomy like the German Bundesbank and the US Federal Reserve) is vested in the executive". Polemiche sorgono anche sulla trasparenza del bilancio della Banca d'Italia: in un'interrogazione parlamentare dell'allora sottosegretario al Bilancio, in cui si chiedeva una verifica sulle spese promozionali, per consulenze e di rappresentanza effettuate dalla Banca d'Italia alla quale l'Istituto di emissione risponde indirettamente ad un'osservazione della Corte dei Conti di non avere titolo per controllare le spese effettuate dalla Banca centrale, cfr. ancora *Il Sole 24 ORE* del 20 agosto 1994, *Via Nazionale: bilancio trasparente*. La fusione Bnc - Istituto San Paolo diventa il pretesto per la presentazione di un esposto alla magistratura contro il Governatore, a seguito del quale il Governo, tuttavia, assicura che l'autonomia della Banca centrale è "un principio sacro": cfr. *"Letta difende l'autonomia di Via Nazionale Polemica più aspra - An-Banca d'Italia"*, in *Il Sole 24 ORE* del 20 agosto 1994.

[77] Cfr. *Il Sole 24 ORE* del 20 agosto 1994, *E An prosegue il tiro al bersaglio contro i vertici della Banca d'Italia*. Alla polemica politica di una parte delle componenti la coalizione di maggioranza, si affianca l'attacco politico di altra parte dell'opposizione che accusa la Banca d'Italia di essere "una struttura portante della corruzione e del degrado mafioso"; in particolare, "la Banca d'Italia se da un lato ha avuto, fino a Baffi compreso, grandi Governatori per quanto riguarda l'attenzione alla realtà monetaria, ... è anche organo di controllo; ebbene, tra gli elementi determinanti per la vittoria della mafia c'è stato storicamente il credito", con riferimento alla lunga *prorogatio* dei vertici del Banco di Sicilia: cfr. M. Cal., *Politica & istituzioni - Fiori e An correggono il tiro ma il leader riformista attacca per la vigilanza contro la mafia Banca d'Italia*,

Non minori perplessità suscita la centralità che ha avuto sin dalla campagna elettorale il tema della riduzione della disoccupazione, tema, quest'ultimo, generalmente abbracciato come obiettivo primario dai governi *labour-oriented*. Infatti, la credibilità che il programma Berlusconi conquista in relazione alle misure di politica economica mirate alla riduzione della disoccupazione pongono in secondo piano, di fatto, le scelte più tipizzanti un Governo *conservative-oriented*, vale a dire il risanamento degli squilibri di finanza pubblica e il processo di privatizzazione ad esso funzionale. Sul primo fronte, quello dei conti pubblici, il Fondo Monetario Internazionale segnale l'assenza di una rigida e ambiziosa strategia di politica fiscale a medio-lungo termine, e, anzi, sottolinea come "over the past year, positive macroeconomic developments had been overshadowed by the looming threat of a confidence crisis, evidenced by financial market anxieties. [...] the economic recovery presented the opportunity to restore confidence by making rapid and durable progress in fiscal consolidation. [...]. Otherwise, persistent market tensions threatened a vicious circle in which inflationary pressures would increase and the recovery could be smothered"[78]. In questa fase, dunque, il Governo italiano, e con esso, le istituzioni tutte, ciascuna in funzione del proprio ruolo e nei limiti dei compiti affidatigli dalla Costituzione, si trovano di fronte ad un esame di credibilità nei confronti dei *partner* europei. E se anche a posteriori si può dire che l'orientamento della politica fiscale non viene sostanzialmente modificato "*as the cyclically adjusted primary surplus*" ha appena "*a modest reduction in 1994*"[79], la percezione dei mercati finanziari così come quello delle istituzioni comunitarie è di incertezza e di difficile valutazione.

Il *test* di credibilità raggiunge il suo apice nel secondo trimestre del 1995 successivamente alla crisi finanziaria messicana quando, infine, sembra prevalere l'impegno e la determinazione alla convergenza. In effetti, sono le ragioni dell'integrazione monetaria europea e la necessità

Pannella accusa Dopo Palazzo Chigi anche la Lega smorza le polemiche e si dissocia dalle contestazioni al Governatore di via Nazionale, in *Il Sole 24 ORE* del 21 agosto 1994. Sulla vicenda v. ancora M. Cal., *Dopo la tempesta dei mercati - Da Arcore segnali di stabilità politica e il Quirinale appoggia il governatore Fazio Scalfaro difende la Banca d'Italia. È essenziale per tutti l'autonomia dell'Istituto*, in *Il Sole 24 ORE* del 14 agosto 1994 in cui si dà menzione della smentita sulle voci di "perplessità del Capo dello Stato sulla decisione di via Nazionale di rialzare di mezzo punto il tasso di sconto nel tentativo di arginare la crisi della lira e dei titoli pubblici".

[78] International Monetary Fund (IMF), *Annual Report 1995*, Washington D.C., 60.

[79] Vedi European Commission, *Italy's slow growth in the 1990's*, cit., 8.

di una coordinazione delle politiche economiche[80] dei Paesi Membri dell'Unione Europea a porre ancor più in risalto le qualità e le carenze della manovra di bilancio, anche per il costante monitoraggio a cui i conti pubblici sono sottoposti dalle istituzioni comunitarie - Commissione Europea e Istituto Monetario Europeo - a continua verifica del processo di convergenza in atto delle politiche fiscali. E questa attenzione ai richiami del Fondo Monetario Internazionale e agli obblighi comunitari in materia di finanza pubblica occupa una posizione centrale nel Programma del Governo Dini. A prescindere dalle polemiche che accompagnano la nascita del Governo Dini[81], ci sembra di immediata rilevanza la diversa genesi dei due Esecutivi e le conseguenze che da questo dato si possono trarre: il Governo Berlusconi nasce in seguito ad una vittoria elettorale, su un Programma che in larga parte si fonda su quello elettorale del partito di maggioranza relativa in Parlamento e maggiormente rappresentato nella coalizione di Governo, mentre il Governo Dini nasce su basi parlamentari con una maggioranza eterogenea, sostanzialmente con l'obiettivo di approvare una manovra correttiva di finanza pubblica (che non si limiti soltanto a preservare gli obiettivi per il 1995) e di riformare il sistema previdenziale.

Attraverso la manovra correttiva il Governo Dini mira a riottenere quella fiducia che i mercati avevano riservato al precedente Esecutivo se non nella fase iniziale per un periodo brevissimo di tempo. L'obiettivo è quello di stabilizzare il rapporto debito/Pil attraverso l'approvazione di misure strutturali e non, come quelle previste nella legge finanziaria 1995, giudicate dagli operatori finanziari di natura prevalentemente straordinaria e di incerta valutazione. Il richiamo agli impegni comunitari e agli obblighi dell'Esecutivo si affiancano all'azione di ancoraggio della lira ai valori della stabilità monetaria operata con decisione dalla Banca d'Italia[82]. I mutamenti rilevabili nell'azione di politica monetaria e di bilancio sono effetti della transizione istituzionale che il nostro sistema politico, economico e sociale avvia, sin dal 1992, con l'adesione dell'Italia al Trattato di *Maastricht*. Transizione che ha contribuito a modificare l'assetto istituzionale del Paese, individuando un percorso di

---

[80] Si ricordi a tal proposito le Decisioni adottate a partire dal 19 settembre 1994 dal Consiglio in base all'Articolo 104.6 del TCE che richiede che gli Stati Membri evitino disavanzi eccessivi di bilancio, v. European Commission, *Bullettin of European Union*, 9, Brussels, 1994, 12, ss.

[81] Per le quali si rinvia al Rapporto di G. Lasorella, in questo Volume.

[82] Cfr. International Monetary Fund (IMF), *Annual Report 1995*, Washington D.C., 60: "Directors stressed the critical role monetary policy needed to play in achieving and preserving price stability. There was general agreement in the Board that, with the lira outside the ERM, *the monetary authorities needed to help anchor expectations by building credibility for their commitment to price stability*".

fronte al quale tutte le istituzioni sono state libere di scegliere se intraprenderlo o meno, tenendo ben presenti gli effetti derivanti dall'agevolare una scelta piuttosto che l'altra; scelta che non è consistita soltanto nell'aderire o meno al processo di Unione monetaria europea, ma, soprattutto, nell'accettare definitivamente quei principi e quei valori che costituiscono il fondamento della "Costituzione monetaria europea".