

Convenzione europea e sistema finanziario

di Flavio Borghese
e Alessandro Settepani

La Convenzione imporrà una rotta all'integrazione europea con ricadute sul complesso mercato finanziario al fine di renderlo strutturalmente adeguato alle esigenze del mercato economico globale. In tal senso, la regolamentazione del sistema creditizio e il suo funzionamento sono temi fondamentali da cui derivano le prospettive di uno sviluppo coerente del mercato finanziario. Sotto questa spinta è quindi importante analizzare gli aspetti istituzionali del mercato creditizio e il rapporto tra aspettative di mercato e struttura del sistema finanziario ed economico.

Il processo d'integrazione finanziaria dell'Europa è sicuramente tra quelli dove si sono registrati i maggiori progressi tra gli aderenti all'Unione: l'esigenza di avere mercati e intermediari finanziari, che operassero secondo regole comuni, ha dato impulso già nel 1977 all'emanazione della prima direttiva di coordinamento bancario. L'integrazione, a livello normativo, è proseguita con la seconda direttiva di coordinamento – nel 1989 – e con quella sui servizi d'investimento, nel 1993. In tale regolamentazione, l'obiettivo era quello di poter regolamentare i mercati finanziari in modo omogeneo per garantire un “*level playing field*” (ovvero un contesto concorrenziale equo per tutti, senza vantaggi o svantaggi legati a particolari previsioni normative esistenti nel paese di appartenenza) a tutti gli operatori finanziari comunitari. I principi cardine che hanno ispirato le direttive di coordinamento sono stati:

- la libertà di accesso e la contendibilità dei mercati;
- la tutela dei consumatori-risparmiatori;
- l'omogeneità nel regolamentare attività simili svolte dagli intermediari bancari e finanziari nei diversi paesi.

La predisposizione di una “piattaforma” normativa, per raggiungere l’integrazione economica dei sistemi finanziari, pur rappresentando una condizione necessaria per ottenere un contesto finanziario integrato, non si è dimostrata condizione sufficiente per l’effettivo conseguimento di risultati del tutto soddisfacenti.

In teoria, il mercato è “aperto”: è possibile per le banche comunitarie offrire liberamente i propri prodotti e servizi e aprire succursali in qualsiasi paese comunitario. Tuttavia, ciò non comporta, nell’immediato, una vera contendibilità dei mercati: è evidente che una strategia “tradizionale” di penetrazione su un mercato estero – basata sull’offerta di prodotti attraverso il proprio marchio e lo sviluppo di una propria rete distributiva – è una strategia destinata a generare i propri frutti solo nel lungo periodo (almeno dieci anni).

La vera apertura del mercato è legata alla possibilità per un operatore estero di acquisire il controllo di un intermediario di dimensioni significative – al fine di utilizzarne marchio, rete distributiva e clientela – onde sviluppare la propria strategia espansiva. Di fatto tale possibilità non è mai stata garantita in gran parte dei paesi europei, eccezion fatta (entro certi limiti) per i paesi con sistemi finanziari a tradizionale vocazione internazionale, come ad esempio la Gran Bretagna.

L’importanza assegnata al controllo tecnico e politico del sistema finanziario, infatti, ha fatto sì che in molti casi l’interesse nazionale (esercitato in forme più o meno trasparenti) facesse premio sull’esigenza di garantire la concorrenza sui mercati e la tutela di consumatori e risparmiatori. Ciò si è concretizzato nell’attuazione di politiche di protezione degli operatori finanziari nazionali rispetto a possibili acquisizioni, ostili o amichevoli, da parte di intermediari esteri.

Inoltre il contesto normativo conseguente all’emanazione delle due direttive ha lasciato molti spazi – anche in termini di tempi e modalità di attuazione degli indirizzi europei – alle autorità nazionali. Tale potere è stato utilizzato per stemperare la portata di alcuni aspetti delle riforme, manovrando la tempistica della loro attuazione. Non a caso nelle dichiarazioni di diversi rappresentanti delle autorità politiche e/o di controllo dei

mercati nazionali si potevano (e si possono tuttora) leggere, chiari richiami alla necessità di manovrare la variabile “tempo”, in modo da consentire agli operatori nazionali di riorganizzarsi e darsi una struttura pianificata onde aprirsi alla concorrenza del mercato unico.

Se da un lato, tale politica ha notevolmente rallentato il processo di integrazione – vanificando in maniera sostanziale parte dell’originario disegno normativo europeo – dall’altro, ha comportato innegabilmente alcuni vantaggi in termini di:

- gradualità del processo d’integrazione;
- possibilità per i sistemi nazionali di riorganizzarsi;
- occasione di procedere, in ultima analisi, a un’integrazione “amministrata”, che evitasse le possibili conseguenze di un processo più rapido e traumatico.

La ricerca di un equilibrio tra istanze di protezione d’interessi nazionali e quelle di conseguimento di uno spazio economico comune, come avvenuto per i mercati finanziari, sarà – traslato su un piano istituzionale – uno dei temi di fondo della Convenzione.

La preparazione della “Costituzione” europea si scontrerà – sul piano dell’individuazione dei principi guida e della loro successiva attuazione – con l’esigenza di effettuare delle scelte tra diverse “anime”:

- *l’Europa delle nazioni indipendenti*: che sembra ora in grande “spolvero” tra i fautori dell’autonomia nazionale, contrapposta al centralismo burocratico di Bruxelles, potrebbe condurre a un assetto istituzionale, che favorirà la protezione dei mercati nazionali, limitando di fatto la concorrenza;
- *l’Europa dei liberali*: con le sue istanze di tutela del singolo cittadino (leggi il consumatore), dovrebbe invece essere più favorevole alla completa integrazione dei mercati finanziari e produttivi;
- *l’Europa sociale*: la quale non coincide necessariamente con quella socialista, alla ricerca di un equilibrio tra la difesa del lavoro, della produzione e dello stato sociale (*status quo* nazionale) e difesa dei consumatori/risparmiatori (mercati più contendibili).

Su questi *trade off* tra tutele nazionali e individuali, libertà di accesso e protezione, andrà ricercato un punto di equilibrio

nella redazione della Convenzione e nell'individuazione dell'assetto istituzionale della nuova Unione Europea. L'individuazione di una soluzione non sarà facile e finirà per condizionare fortemente l'ordinamento dell'Europa del futuro, incluso il prossimo assetto dei sistemi finanziari europei.

Per quanto riguarda quest'ultimo, la questione dibattuta è se vada creata un'autorità sovranazionale di coordinamento e controllo di mercati e intermediari, alla stessa stregua di quello che è avvenuto per la politica monetaria con la creazione della Banca Centrale Europea. I fautori della creazione di istituzioni di controllo e coordinamento centralizzate propongono tra le conseguenze positive della nascita di tale autorità, quella di accelerare e indirizzare il processo d'integrazione finanziario attraverso:

- una maggior forza contrattuale nella dialettica con le autorità politiche nazionali per eliminare ogni "sacca" di resistenza alla completa apertura dei rispettivi mercati;
- la ricerca di un più efficace coordinamento normativo-regolamentare tra i vari paesi;
- lo svolgimento di un'attività di controllo integrata e transnazionale in coerenza con le connotazioni "globali" dell'attività finanziaria del terzo millennio.

In effetti, alcuni organismi di coordinamento – tra autorità nazionali nel campo della supervisione finanziaria – esistono già e non sono limitati al contesto europeo. Il *Comitato di Basilea* raccoglie i paesi del G-10 e fornisce indirizzi e regolamentazione prudenziale in materia di gestione dei rischi da parte delle banche. Il Comitato è di fatto divenuto il più importante organismo tecnico internazionale per l'elaborazione di principi e regole, che devono ispirare le autorità di vigilanza nazionali. L'ambito di autonomia di quest'ultime si sostanzia nell'attuazione dei principi dettati dal Comitato, nell'esercizio della vigilanza su base continuativa, nella predisposizione della regolamentazione a carattere più amministrativo e nella regolazione dell'accesso al mercato.

Dato l'attuale assetto degli organismi di vigilanza, che spazio ci potrebbe essere per un autorità di vigilanza europea? Bisogna tenere conto del contesto e delle sue condizioni:

- buona parte del lavoro di armonizzazione è stato fatto dalle direttive di coordinamento, anche se indubbiamente resta ancora molto da fare;
- i principi tecnici che regolano l'attività delle autorità sono ormai stabiliti dal Comitato di Basilea;
- le autorità di vigilanza nazionali hanno un significativo potere, derivante dall'esercizio concreto dell'attività di controllo e amministrazione d'intermediari e mercati.

Ciò premesso, l'autorità di vigilanza europea potrebbe assumere due diverse competenze:

- svolgere un ruolo di coordinamento delle autorità nazionali;
- sostituirle nell'esercizio delle prerogative di controllo.

Nel primo caso, il rischio di venire schiacciata tra Comitato di Basilea e autorità nazionali sarebbe estremamente concreto, con la conseguenza di creare un organismo svuotato in partenza di poteri e identità.

Nel secondo caso, per arrivare a un'autentica autorità europea di controllo sovranazionale, è forse necessaria una maggiore omogeneità dei rispettivi ordinamenti nazionali in termini di regole, in particolare di diritto civile e amministrativo, di caratteristiche economiche e di prassi operative.

Sono tuttora estremamente significative le differenze tra paese e paese. Gli esempi non mancano: si pensi al concetto di "capitale d'impresa", la cui nozione è assai variabile nei diversi ordinamenti nazionali e che nel caso degli intermediari finanziari è il principale presidio per fronteggiare i rischi assunti; oppure si pensi al procedimento da seguire in materia di sanzione amministrativa quando si riscontrino irregolarità; o ancora alle diverse regole di diritto societario, che determinano le regole di *corporate governance* degli intermediari da vigilare.

Le differenze sono di tale portata da giustificare approcci differenziati nel *modus operandi* della supervisione finanziaria. Anche all'interno di un'autorità sovranazionale sarebbe quindi necessario creare delle specializzazioni per paese, ricreando di fatto singole competenze nazionali.

Pertanto – sino a quando permarranno significative differenze nei sistemi legali, amministrativi e operativi dei paesi europei – la presenza di singole autorità nazionali sarebbe co-

munque necessaria, anche se inquadrata in un più ampio organismo di coordinamento europeo.

Come definire l'assetto istituzionale della nuova autorità di controllo

Due sono i modelli proponibili, l'integrazione o la separazione tra autorità e controllo:

- Nel primo caso ovvero l'*integrazione tra autorità monetarie e di controllo finanziario*, la nuova autorità di supervisione dovrebbe nascere in seno alla BCE. I fautori di questa soluzione enfatizzano le economie informative e di funzionamento esistenti tra attività di controllo monetario e dei sistemi dei pagamenti e l'attività di supervisione dei mercati e degli intermediari finanziari: in ultima analisi, i fenomeni di instabilità finanziaria possono nascere o produrre le prime manifestazioni proprio sui mercati monetari e trasmettersi, producendo effetti sistemici, attraverso il sistema dei pagamenti. D'altro canto, le più moderne teorie sul dispiegamento degli effetti della politica monetaria sottolineano l'importanza del *credit channel* per la trasmissione degli impulsi monetari al sistema economico. Tali argomentazioni mettono in risalto la necessità di integrare l'attività di politica monetaria con quella di supervisione sui mercati.
- Nel secondo, i sostenitori della *separazione tra autorità monetarie e di controllo finanziario*, propugnano invece una soluzione, come quella adottata in Gran Bretagna, dove è stata creata un'autorità di controllo unica su mercati, intermediari e assicurazioni, la *Financial Services Authority*, separata e indipendente dalla banca centrale, la *Bank of England*. Tale soluzione, oltre a consentire la creazione di un ente specializzato nel controllo integrato e globale sui mercati finanziari, eviterebbe il conflitto di obiettivi, che potrebbe nascere tra autorità monetarie – il cui fine ultimo è il controllo della massa monetaria e dell'inflazione – e quello di un'autorità di controllo finanziario, la cui finalità è la stabilità di mercati e intermediari. Come fattispecie di potenziale conflitto si pensi, ad esempio, al caso in cui una stretta monetaria – decisa dalle autorità al fine di tenere sotto controllo la dinamica dei prez-

zi – possa determinare effetti negativi sulla stabilità degli operatori bancari, attraverso un incremento del costo del loro finanziamento.

In effetti, come osservato dalla estesa letteratura sull'argomento, non esistono argomentazioni economiche definitive a sostegno dell'una o dell'altra soluzione, e del resto in Europa (e nel mondo) non mancano casi di successo sia nell'uno che nell'altro caso o soluzioni ibride altrettanto efficaci.

C'è tuttavia da osservare che a favore della soluzione "integrata", vi è la constatazione che l'autorità della BCE potrà enfatizzare la forza negoziale dell'autorità di vigilanza comune (e viceversa) sia nei confronti dei singoli Stati "fondatori", sia nei confronti di quelli della cosiddetta nuova Europa.

Tale forza negoziale sarà tanto più preziosa tenendo conto del periodo d'intensa contrattazione alla quale saranno chiamate le autorità monetarie e di supervisione, per gestire la fase di transizione (basti solo pensare per esempio alla necessità di arrivare a un'integrazione dei sistemi giuridici e regolamentari dei paesi dell'Est europeo con quelli dei paesi dell'Europa occidentale). In questo caso, un'autorità unica potrebbe costituire un efficace antidoto alle istanze localistiche di protezione dei mercati nazionali.

Per contro, la necessità di trovare un momento di "sintesi" – nella politica monetaria comune tra paesi a economie reali così diverse, con connessi conflitti – potrà accentuare la potenziale divaricazione tra obiettivi di politica monetaria e di stabilità finanziaria, incentivando soluzioni di compromesso, che possono rendere inefficaci sia la conduzione monetaria che la sorveglianza sulla stabilità di mercati e intermediari. In questo caso, la separazione tra autorità monetarie e di supervisione sarebbe la soluzione da preferire.

Il Mercato e l'integrazione europea verso Est: l'esempio dei rendimenti obbligazionari

Il rapporto tra Convenzione europea e mercato finanziario non sembra, a prima vista, tanto significativo e sensibile come in

realtà è: generalmente gli effetti sul mercato sono associati a comportamenti tenuti dalle massime istituzioni europee e nazionali, piuttosto che dalle discussioni tenute in seno alla Convenzione. Diversamente da quanto appare, al contrario, i lavori della Convenzione sono oggetto di attento esame da parte dei servizi studi delle maggiori istituzioni finanziarie private, in particolare per gli effetti a medio termine, che potranno derivare dalle decisioni prese in sede di conferenza intergovernativa, sulla base delle linee guida tracciate dalla consulta presieduta da V. Giscard d'Estaing.

Gli argomenti in discussione alla Convenzione potrebbero influire notevolmente sull'ingresso dei paesi dell'allargamento e, quindi, di particolare interesse per il mercato saranno le condizioni di accesso dei nuovi aderenti e l'eventuale presenza di "deterrenti" a comportamenti devianti o sanzioni, prima o dopo l'ingresso.

Si tratta di verificare da un lato, a quali condizioni economiche i Quindici saranno disposti ad allargare il proprio mercato, e, dall'altro, quali effetti comparati si avranno per i nuovi membri in termini di vantaggi economici e quali quelli sul più ampio sistema economico europeo.

Le condizioni attuali delle economie dei Quindici sono molto diverse e distinte tra loro, per regolamentazioni differenti e condizioni macroeconomiche riferite in parte a sistemi maturi a lenta crescita e in parte a sistemi a elevata variabilità e tassi di crescita molto alti. Per quanto riguarda la regolamentazione – benché le istituzioni europee abbiano lavorato a una copiosa produzione legislativa, sul modello tipico delle direttive e delle successive leggi nazionali di recepimento – rimane aperto il dualismo tra vantaggio economico nazionale ed europeo, tipicamente esemplificato dalle leggi nazionali a favore di particolari settori o imprese di interesse nazionale, oppure dagli interventi di salvataggio e ricapitalizzazione delle imprese, spesso giustificati da finalità di salvaguardia dell'occupazione.

A queste circostanze si sommano le differenti legislazioni nazionali in materia commerciale, fiscale, creditizia e sindacale. Per quanto invece riguarda le condizioni economiche, se l'Europa "a due velocità" è stata superata, questo è dipeso dalla co-

stituzione di più aree economiche: *l'area franco-tedesca*, distinta da infrastrutture adeguate a economie mature, tecnologie avanzate e inflazione contenuta, ma anche mercato del lavoro poco flessibile e contenuti tassi di crescita del prodotto nazionale; *l'area mediterranea*, caratterizzata da elevate potenzialità di crescita, ampi mercati di sbocco, eppure danneggiata da notevoli carenze infrastrutturali, disoccupazione superiore alla media europea e accentuate fiscalità e partecipazione statale; *l'area nordeuropea*, ancora in parte esterna alla moneta unica, e altre aree particolari, come quella irlandese e quella del Regno Unito.

Il mercato sembra avere ben presente questa situazione, tanto da ritenere che l'integrazione europea – area dei Quindici – sia un processo ancora in corso, che i mercati azionari dei diversi paesi europei offrano garanzie diverse agli investitori e che la funzione di riserva di valore competa, tra le divise, ancora a dollaro statunitense e franco svizzero. Tuttavia, sul mercato obbligazionario, si è assistito in questi ultimi anni, a un lento processo di appiattimento delle curve dei rendimenti e a un sostanziale convergere tra le curve delle obbligazioni governative di paesi dell'Unione e di quelli in lista di adesione. Questo fenomeno si è avuto dapprima con i titoli emessi dalla Grecia, successivamente ha interessato paesi come la Repubblica Ceca, l'Ungheria e la Polonia. Il significato finanziario di tale comportamento è complesso:

- i rendimenti che gli Stati in lista di adesione devono garantire al mercato per attrarre capitali sono meno correlati alla durata dei titoli emessi, di quanto non fossero prima di entrare nell'area europea;
- il rischio di *default*, che può essere misurato come premio pagato al mercato rispetto alla curva degli *swap*¹, è più una componente additiva che non esponenziale, rispetto al piano di rimborso del debito verso Estero di questi paesi (senza considerare il debito denominato in divisa di origine);

¹ Per la misurazione del rischio di *default* si può fare ricorso a diversi strumenti e, tra questi, il premio pagato dall'emittente rispetto alla curva *swap* della divisa di origine, è uno dei più sensibili, ma può essere usato solo quando le obbligazioni siano molto liquide e quindi il loro prezzo efficiente.

- i titoli dei paesi in lista di adesione rendono in media poco più dei corrispondenti titoli tedeschi, mentre storicamente – prima della convergenza ai criteri sanciti per l'introduzione della moneta unica – i titoli dei paesi mediterranei, come Italia, Portogallo, Spagna e Grecia, rendevano il cinquanta per cento in più di quelli tedeschi.

Quanto detto lascia intendere che l'approccio del mercato verso l'allargamento a Est è positivo e tende a far convergere la misura del rischio degli aderenti all'Unione su un unico livello.

Una considerazione a parte merita il mercato obbligazionario dei *corporate bonds*: anche qui gli *spreads* che il mercato applica ai grandi soggetti nazionali – energetici, telefonici, industriali e bancari – non sono tanto diversi in base alla nazionalità dell'azienda, quanto in base al settore di appartenenza: questo dipende certamente dalle partecipazioni incrociate tra credito e produzione per cui, spesso, gli stessi istituti di credito finanziano le imprese europee di un determinato settore a prescindere dalla localizzazione, in base al citato principio della contendibilità del mercato del credito.

Inoltre, una sorta di allargamento a Est è già in atto, com'è dimostrato dai casi di *Telekomunikacja Polska*, attualmente partecipata al 47,50% da *France Telecom*; oppure *Turkcell*, partecipata da Telecom Italia. Infatti, è interesse dei grandi soggetti europei dirottare le linee di credito delle maggiori banche a favore delle aziende controllate e collegate non europee, per migliorarne la visibilità e portarle sul mercato del credito europeo, innescando un circolo virtuoso, per cui tanto maggiori sono gli affidamenti ricevuti da queste aziende e tanto più si riducono gli *spreads*.

In tal modo, si costruiscono delle reti settoriali, dove il soggetto economico è un'azienda europea e le partecipate sono aziende ex statali, localizzate nei mercati a forte crescita dell'Est. Questa struttura è molto diversa da quella precedente, per cui i gruppi telefonici, energetici e industriali partecipavano alle aziende dei mercati emergenti asiatici e sudamericani. La differenza è nel rischio paese: i paesi in lista di adesione sono meno rischiosi e sono sostenuti dai finanziamenti e dalle sovvenzioni erogati dalle stesse istituzioni europee quali BERS e BEI. Pertanto, non sorprende che le obbligazioni emesse dai *corporate* dei paesi dell'E-

st ricevano dal mercato un apprezzamento molto simile a quello riservato alle corrispondenti aziende europee.

Credibilità del progetto europeo e dell'allargamento ai nuovi aderenti

Viste le premesse, è essenziale verificare quali saranno le condizioni di entrata dei nuovi aderenti e quali i vantaggi comparati per il sistema finanziario nel suo complesso. Innanzi tutto, l'entrata dei nuovi aderenti non può prevedere anche l'adesione alla moneta unica, la quale deve invece rappresentare un premio alla stabilità economica: così come gli attuali aderenti hanno dovuto rispettare i criteri di stabilità, contenimento inflazionistico, crescita del debito rispetto al prodotto interno; altrettanto dovranno fare i nuovi membri dell'Unione Europea. Pertanto le condizioni di entrata devono prevedere da parte dei nuovi aderenti, in merito al sistema finanziario, almeno alcuni elementi essenziali:

- l'abbattimento delle barriere all'entrata tra tutti i paesi europei per la circolazione di merci e capitali e il contemporaneo innalzamento, da parte dei nuovi paesi membri, delle "barriere europee" verso l'esterno;
- il coordinamento legislativo in materia bancaria e finanziaria con l'attuale sistema di funzionamento del mercato finanziario europeo;
- la previsione di un meccanismo di garanzia sulla convergenza, verso i limiti imposti dai criteri per l'entrata nella moneta unica.

La definizione dei vantaggi comparati che l'allargamento comporterà rappresenta, da un lato, l'obiettivo di medio termine per l'Europa e dall'altro, una sorta di "utile atteso" da parte del mercato, affinché il progetto europeo sia credibile, e, come tale, sostenuto dalle forze endogene al mercato stesso.

Per i nuovi paesi membri, la partecipazione all'Unione Europea porterà vantaggi immediati per l'allocazione dei capitali, che riguarderà tutte le opportunità d'investimento finora sottocapitalizzate dal mercato – a causa del correlato rischio paese – compresa la partecipazione alle primarie società di capitale e l'acquisto di obbligazioni denominate in euro, con conseguente riduzione dei

tassi d'interesse domestici e ulteriore sollecitazione della componente degli investimenti. A ben vedere un circolo virtuoso.

Per l'Europa dei Quindici, l'allargamento a Est significa la costruzione di un mercato dei capitali più ampio e più diversificato, da contrapporre a quello nordamericano grazie alla diversità tra sistemi industriali occidentali – quelli dei Quindici, basati sulla remunerazione del rischio del capitale privato – e sistemi derivanti da economie già quasi totalmente monopoliste, basate sulla interessenza dei settori creditizio, industriale e della distribuzione. Inoltre, l'accesso, necessariamente graduale, a mercati del lavoro più flessibili di quelli attuali comunitari, garantirà una maggiore competitività alle imprese europee, oltre a tassi di sviluppo più marcati, e quindi maggiore interesse dei grandi fondi mondiali verso i capitali di rischio europeo.

Per quanto detto, la credibilità del progetto europeo e del suo allargamento a Est – temi fondamentali per il futuro – è vincolata da quanto saranno severe le condizioni d'entrata richieste ai “nuovi soci” e da quanto consistenti le aspettative di vantaggio economico: le prime dipendono dalle istituzioni e le seconde dal mercato. Volendo adoperare la teoria dei giochi² per descrivere l'attuale situazione, l'Europa si trova nella posizione di un agricoltore che deve scegliere se lavorare sul proprio campo – molto fertile perché mai coltivato prima, usando al massimo le proprie energie e risorse – oppure sul campo del vicino, meno fertile, ma che ha sempre sopperito al consumo di tutti gli agricoltori, con un dispendio di energie abituale. In altre parole, l'agricoltore deve decidere se investire su se stesso o continuare a servire l'economia del vicino, ovvero, nel caso europeo, gli Stati Uniti d'America. Se il gioco è incerto quando è riferito a un solo periodo, esso, invece, si risolve con la scelta efficiente del proprio campo nel caso di periodi successivi e ripetuti: reiterare tale scelta consentirà all'agricoltore di avere, nel lungo periodo, un campo fertile che produce

² La teoria dei giochi è stata introdotta dal 1959 nelle scienze economiche, grazie al vivace impulso di John Forbes Nash che, per questo, ha ricevuto il premio Nobel nel 1994, cfr. R. Gibbons, *Teoria dei giochi*, Bologna 1994; M. Osborne – A. Rubinstein, *A Course in Game Theory*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 1994.

frutto (vantaggio assoluto) e di avere per tutti gli agricoltori una maggiore produzione (vantaggio comparato).

Il ruolo della moneta europea nel sistema finanziario: il caso della “vicina” Russia

Da quando è stata introdotta, la moneta unica ha svolto un solo ruolo certo: esprimere il “*sentiment*” di mercato – non limitandosi al concetto troppo riduttivo delle aspettative del medesimo – su quella particolare attività economica che è l’Europa. Infatti, per consentire la circolazione di merci e capitali, sarebbe stato sufficiente stabilire una griglia di parità irrevocabili tra le divise europee; mentre la politica monetaria avrebbe comunque potuto essere decisa e attuata dalla Banca Centrale Europea anche senza avere una sola moneta. Nella benemerenzza di chi ha deciso invece di rinunciare alle divise europee, innanzi tutto, c’era l’aspirazione di fondare una nuova, grande moneta, la cui parità ideale rispetto al dollaro americano doveva rappresentare l’equilibrio tra le due potenze economiche: così non è stato.

Dopo una fase iniziale di espansione macroeconomica in cui l’euro era costantemente sopra la pari rispetto al dollaro, l’economia mondiale ha cominciato a dare segni di recessione e il mercato ha portato il cambio sotto la parità per i seguenti motivi:

- l’economia americana ha continuato a essere il punto di riferimento per l’economia mondiale, compresa quella europea, e ha dettato i tempi della recessione e della ripresa;
- in tempo di recessione, la stabilità politica americana ha rafforzato il dollaro, mentre le incertezze politiche europee hanno destabilizzato i tentativi di rafforzamento dell’euro;
- la politica monetaria americana ha mostrato grande fermezza, tradendo raramente le aspettative, che aveva precedentemente suggerito al mercato;
- l’unità di azione tra amministrazione degli Stati Uniti e *Federal Reserve* ha garantito al mercato che la politica economica avesse sempre l’appoggio di quella monetaria e che gli obiettivi dell’una fossero raggiungibili anche mediante le misure adottate dall’altra;

- il dollaro ha continuato a svolgere la sua funzione di riserva di valore, anche per i capitali europei.

Solo recentemente l'euro ha cominciato ad apprezzarsi molto velocemente con il venir meno di alcune certezze sul buon funzionamento e sulla trasparenza della *corporate America*, come alcuni casi hanno evidenziato, *Enron* e *Worldcom* in particolare, ma il mercato sembra comunque ritenere temporanei questi movimenti al rialzo.

Dalle strutture a termine dei tassi d'interesse si nota, inoltre, che il differenziale tra tassi a breve e lungo periodo, si è ridotto nell'area euro ed è andato aumentando per il dollaro: questo significa che, mentre le attese sulle prospettive di crescita nel *long range* americano sono molto accentuate – per cui il finanziamento di attività a lunga durata prevede tassi notevolmente maggiori degli attuali – per l'area euro non vi è un “premio sulla durata”, ma piuttosto una traslazione verso l'alto in caso di espansione economica, che dipende da fattori esogeni, il più importante dei quali è l'andamento dell'economia americana.

In quest'ottica, il rafforzamento dell'Europa – derivante dalla progressiva sostituzione dei centri decisionali nazionali a favore di quelli omologhi europei, dal funzionamento completo e autonomo delle attuali istituzioni europee, tra tutte la Commissione e la Banca Centrale, e dall'ingresso di nuovi paesi – deve consentire all'euro di svolgere finalmente una funzione di riserva di valore per l'intera area europea.

Il caso della Russia, che ha recentemente partecipato alla riunione della NATO per volontà dei partner europei, e ha successivamente previsto di denominare in euro piuttosto che in dollari i *futures* sul greggio, testimonia la volontà dei paesi dell'Est di partecipare alla costruzione di una forte area economica europea, che si estenda dall'Atlantico almeno fino a Mosca. L'importanza di queste relazioni è evidente – se si ipotizza una funzione di utilità europea che dipende dal reddito interno più di quanto non dipenda da quello mondiale, in parte esogeno – per cui l'allargamento ai più virtuosi dei paesi dell'Est, fino ad arrivare alla Russia, produce maggiori risorse disponibili, più vasti mercati e maggiore stabilità, in buona sostanza quanto manca attualmente all'Europa dei Quindici per confrontarsi con gli Stati Uniti.