

# L'euro, una moneta completa\*

GIACOMO VACIAGO

## 1. Introduzione

Il successo del *changeover*, all'inizio del 2002,<sup>1</sup> ha completato l'introduzione dell'euro, dopo un decennio di preparativi e molto lavoro. L'euro è così divenuto anche in modo visibile una "moneta completa",<sup>2</sup> che svolge cioè tutte e tre le funzioni della moneta: unità di conto, mezzo di pagamento, riserva di valore. In passato, l'ecu aveva svolto un ruolo di "moneta parziale" (sempre per usare le espressioni di Hicks), cioè solo di unità di conto, mentre nel caso dell'euro, la "coabitazione" per tre anni con le 12 precedenti monete faceva ritenere che coesistessero in ciascun paese due unità di conto diverse.

Il successo del *changeover* significa allora che tutti i problemi sono risolti? Non proprio, e per molti motivi. Anzitutto, da un punto di vista strettamente monetario è evidente<sup>3</sup> che la qualità dell'euro continuerà a dipendere da quella dell'intero sistema bancario europeo, le cui passività costituiscono gran parte dello stock di euro, e non solo

---

□ Università Cattolica del S. Cuore, Facoltà di Economia, Istituto di economia e finanza, Milano; e-mail: gvaciago@mi.unicatt.it.

\* "Italian Linacre Lecture", tenuta a Roma il 24 maggio 2002.

<sup>1</sup> Il modo ordinato ed efficace con cui è stato realizzato tutto il *changeover* è spiegato nel *Rapporto Annuale per l'anno 2001* della BCE (si veda in particolare il capitolo 6°). Degna di nota è la sostituzione delle banconote avvenuta fuori dall'area (anche della lira, ma soprattutto del marco tedesco che si stimava fuori dalla Germania per un 40% dello stock).

<sup>2</sup> Si veda J. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, Oxford, 1967.

<sup>3</sup> Si veda A. Terzi e G. Vaciago, "Euro, banche e struttura finanziaria", in P. Alessandrini, a cura di, *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, il Mulino, Bologna, 2001, pp. 65-75.

dalla politica della BCE. Più in generale il successo dell'euro dipenderà dalla qualità del processo di integrazione che la moneta comune dovrebbe promuovere. Da questo punto di vista, vi è ancora il pericolo che al *successo tecnico* fin qui verificato (comprensibile, avendo delegato tutto, o quasi, alle banche centrali, che in ogni paese sono punti di relativa eccellenza, tecnica e organizzativa) non si accompagni affatto un equivalente *successo politico*. Ciò non va confuso con il problema del valore – sul mercato dei cambi – dell'euro, che è stato l'aspetto finora più considerato.<sup>4</sup> Nei prossimi anni, il successo dell'euro sarà misurato in termini di differenziali di crescita tra i paesi che appartengono alla zona-euro e gli altri. Cosa possiamo prevedere in merito?

## 2. I benefici dell'integrazione

Il principale beneficio dato dall'euro è quello di favorire l'integrazione europea, e quindi stimolare quel di più di crescita economica che di solito spetta ai paesi che "si aprono" nei confronti della competizione del resto del mondo e ne godono tutti i vantaggi.

Ricordiamo infatti che in questi anni si è pressoché completato il ritorno dell'economia a quelle condizioni di "globalizzazione" che erano prevalse fino alla prima guerra mondiale. L'autarchia che tra le due guerre mondiali aveva caratterizzato tanta parte dell'Europa e il Giappone era già venuta meno negli anni '50. Vi era stata associata negli anni successivi la crescita economica accelerata di Giappone, Germania, Italia. Negli ultimi anni, la "riapertura" ha riguardato invece l'Europa orientale, la Russia e la Cina, la cui crescita economica è ora accelerata dai frutti della divisione internazionale del lavoro e delle regole di mercati più ampi, selettivi ed efficienti. Il mondo è così tornato a essere globale, come era già stato tante volte in passato, nelle fasi durante le quali maggiore era stata la crescita. Il cambiamento indotto da

---

<sup>4</sup> In proposito, si veda Z. Rotondi e G. Vaciago, *A Puzzle Solved: the euro is the D. Mark*, Quaderni dell'Istituto di Economia e Finanza, Università Cattolica del S. Cuore, Milano, 2002.

innovazione tecnologica e organizzativa è infatti la regola della competizione, che è tanto maggiore se l'economia è globale.

L'integrazione europea è, da questo punto di vista, un tipo di "apertura" – agli scambi con gli altri paesi – affatto speciale: la moneta comune e le apposite istituzioni da ciò richieste rendono infatti l'integrazione al tempo stesso più robusta e sempre più irreversibile. Ciò porta a trasformare la struttura dei paesi membri nella direzione di una crescente specializzazione *cum* complementarità: si tende cioè a diventare sempre più "diversi" perché siano maggiori i vantaggi dell'Unione!<sup>5</sup>

Tutto questo è vero però solo nel rispetto di numerose condizioni che devono essere valide in ciascuno dei paesi partecipanti e nell'insieme. Occorrono regole appropriate e politiche corrette, ambedue anche molto diverse da quelle che erano preferibili in assenza di integrazione. Possiamo riassumerle in termini di mutati rapporti tra cooperazione e competizione, e tra rispettivi ambiti e protagonisti (livelli di governo e imprese; tra ciò che è pubblico e ciò che è privato, e così via). Ciò che preme qui sottolineare è che il processo realizzato negli anni '90 per avviare l'Unione Monetaria Europea non è stato condotto seguendo i criteri a suo tempo individuati da Mundell per definire un'*Optimum Currency Area*. Come è ben noto, questi si riassumono in condizioni di elevata flessibilità dei prezzi *cum* mobilità dei fattori. In altre parole, un'area valutaria è ottimale – e può quindi ben adottare la stessa moneta – se vi corrisponde un'economia di mercato di qualità elevata: eccessi di domanda locali stimolano opportune correzioni, di prezzi o di quantità, e così via. Non potremmo ottenere risultati migliori frazionando quel mercato e ammettendo che siano variabili i tassi di cambio tra un certo numero di "monete locali".

---

<sup>5</sup> Merita qui chiarire un aspetto spesso fonte di equivoci e quindi di polemiche. L'Unione Monetaria, e in particolare la nuova moneta comune, e la Banca Centrale Europea sono strumenti per la realizzazione di un unico grande mercato europeo. Sarà l'aumentata dimensione del mercato – come sostenuto, tanto tempo fa, da Adam Smith e confermato anche in base ad altre considerazioni dalla moderna teoria della crescita endogena – a favorire la crescita economica. Non è tanto rilevante che la BCE faccia una politica monetaria per sostenere la crescita, cioè non è questa la vera differenza rispetto alla precedente situazione in cui vi erano *n* monete. La definizione della qualità del grande mercato, su cui si realizza l'aumentata competizione, è ovviamente molto importante. Si veda G. Vaciago, "Implicazioni politico-economiche dell'euro", *Il diritto dell'economia*, n. 1, 1999, pp. 7-20.

A ben guardare, le condizioni di Mundell per un'unione monetaria di successo non sono molto diverse da quelle normalmente assunte per dimostrare che un'economia di mercato è efficiente, e che avrà conosciuto – come sopra sottolineato – un aumento di reddito e di occupazione aprendosi agli scambi internazionali. Ne risulta la seguente conclusione: la scelta di costituire un'unione monetaria, attorno a una nuova moneta comune, non ha fatto seguito alla dimostrata esistenza delle condizioni di Mundell, ma semmai il loro successivo verificarsi è diventato l'obiettivo dell'euro stesso. Può sembrare paradossale perché di solito si fa il contrario, ma in questo caso la decisione è stata del tipo: facciamo l'euro perché poi ciò ci costringerà a fare le riforme che lo giustificano e in questo modo potremo conseguire i benefici dell'unione monetaria, cioè di un'economia efficiente.

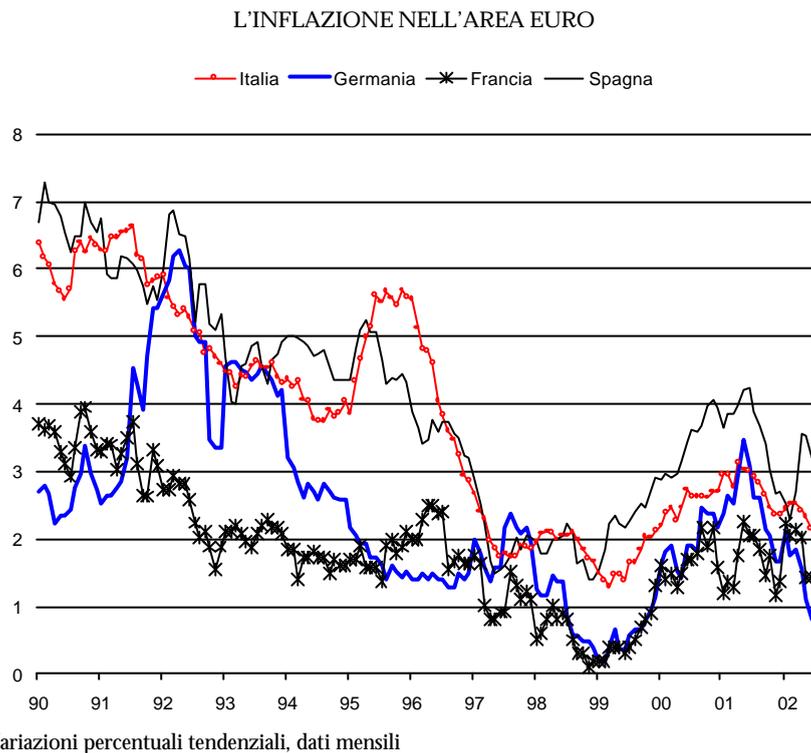
### **3. Dopo aver rinunciato ai vizi ...**

Abbiamo deciso dieci anni fa a Maastricht (1992) che la stabilità monetaria è un bene pubblico, cioè che esiste per tutti e per ciascuno, e che perciò richiede un'apposita autorità monetaria comune, autonoma dagli interessi, legittimi ma nazionali, dei governi, tentati (come sempre, in presenza di beni pubblici) ad agire da *free rider*. A garanzia della stabilità monetaria – che deve caratterizzare fin dalla sua origine la nuova moneta – sono stati predisposti una serie di parametri da rispettare. Erano esplicitamente pensati come condizioni per l'ammissione nella zona-euro. Nessuno ha provato a dimostrare che fosse conveniente a ciascuno dei paesi candidati il rispetto di quei parametri, che quantificavano condizioni di equilibrio monetario, finanziario e valutario, perché la motivazione sottostante era comunque diversa: si volevano evitare *spillovers* negativi, cioè che gli squilibri di un paese danneggiassero gli altri paesi membri. In altre parole, possiamo dire che all'inizio di questo processo ha prevalso la preoccupazione che la nuova moneta sorgesse indebolita dalla passata reputazione di alcuni paesi membri.

Le regole allora decise sono state certamente utili. Nel corso degli anni '90 – in preparazione all'unione monetaria – la *convergenza* si

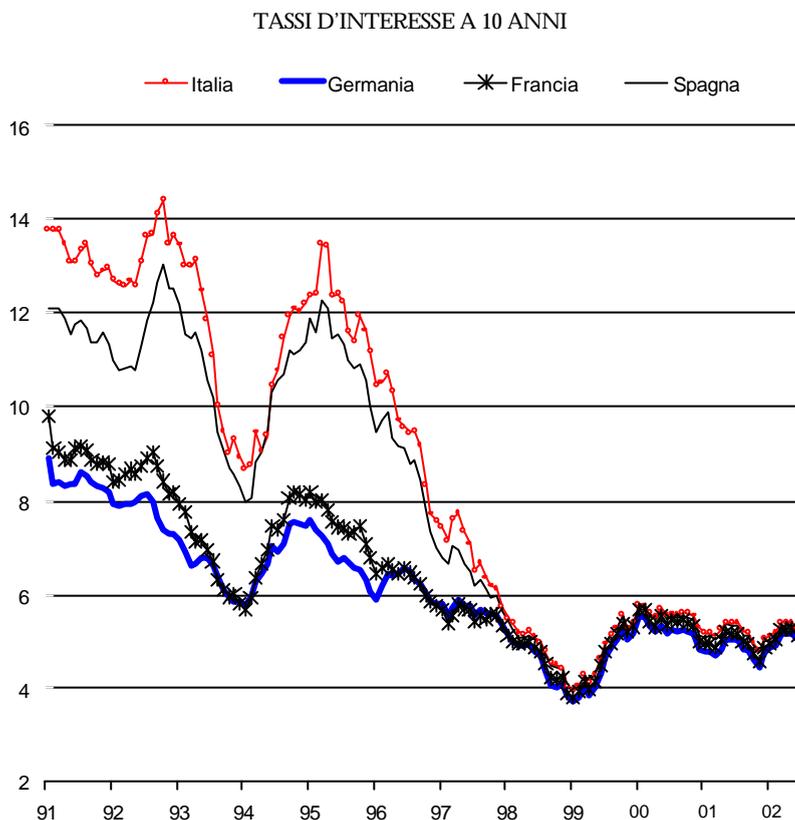
è infatti realizzata per quanto riguarda sia l'inflazione (Figura 1) sia i tassi di interesse a lunga (Figura 2), che riflettono anche le aspettative di inflazione.

FIGURA 1



Ciò che merita sottolineare è che la convergenza è stata “buona”, nel senso che non è avvenuta verso un livello *medio*, ma verso il livello *minore* sia dell'inflazione sia dei tassi, che era poi il livello della Germania. In altre parole, non vi è stato un “prezzo” che i tedeschi abbiano dovuto pagare per rinunciare alla loro moneta e adottarne una che ereditasse un po' della reputazione – peggiore – delle altre monete europee. D'altra parte l'aumento dei tassi tedeschi che si è alcune volte verificato nel corso del periodo ha riflesso shock non attribuibili ai paesi come l'Italia, in passato meno disciplinati.

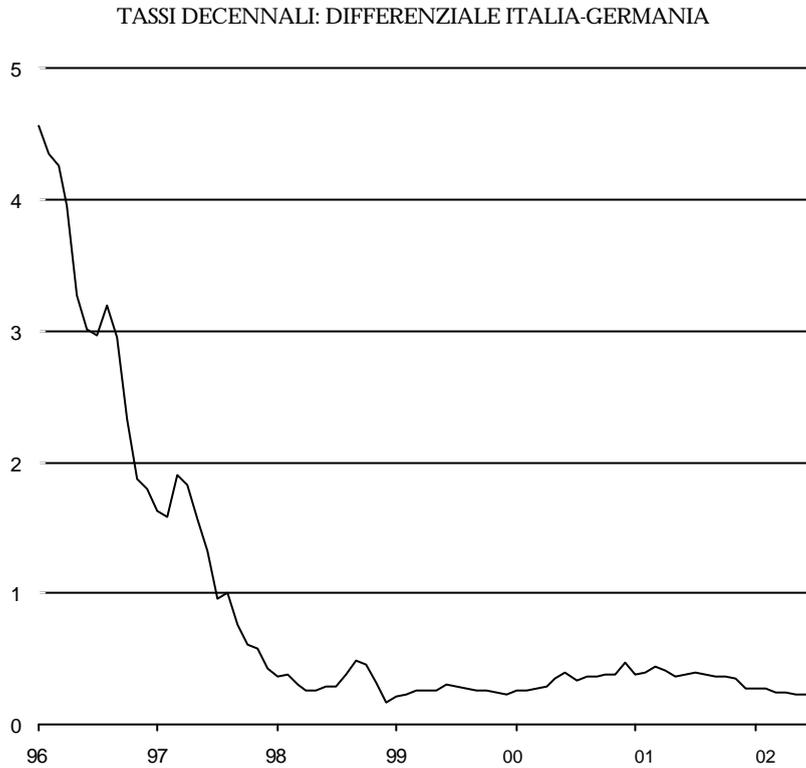
FIGURA 2



Anzi, all'inizio del decennio considerato gli altri paesi europei hanno condiviso un po' dello sforzo finanziario dovuto alla riunificazione tedesca.

Il successo di quanto realizzato nel corso degli anni '90 – quando si è riusciti a trasmettere alla moneta “neonata” la reputazione della migliore delle monete che andava a sostituire – è misurato anche dai benefici che ne hanno ricavato i paesi prima più divergenti. Nel caso dell'Italia, l'aspetto emblematico è la contrazione del differenziale tra i tassi di interesse a 10 anni sui titoli del debito pubblico: ancora all'inizio del 1996 – quando non era certa la nostra partecipazione alla moneta comune – il differenziale era di 500 punti base (il doppio del differenziale di inflazione). In due anni (Figura 3), questo si è ridotto sotto i 50 p.b.

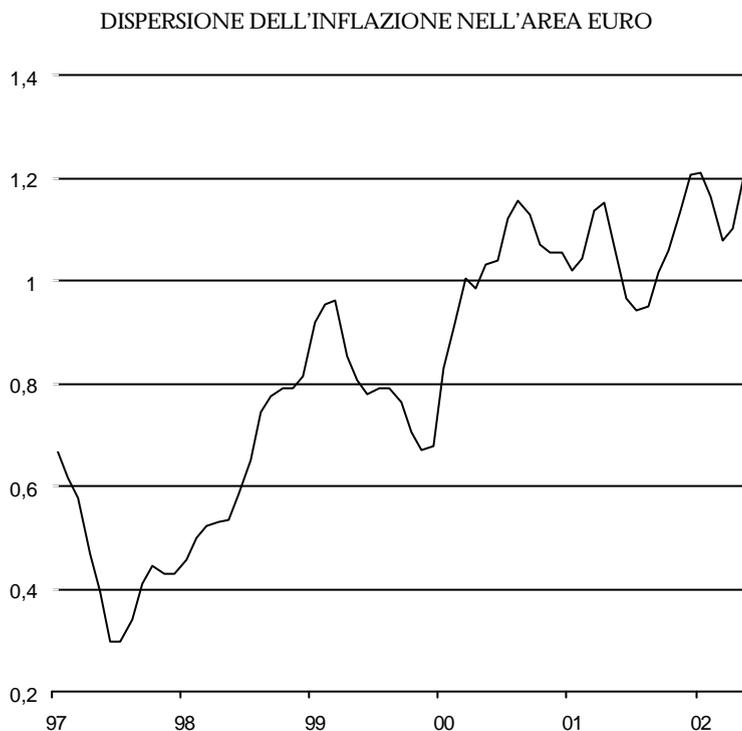
FIGURA 3



A questi evidenti successi si sono tuttavia accompagnati non pochi problemi. Tre meritano di essere sottolineati. Anzitutto, la sovranità che l'euro rappresenta è certamente monetaria, nel senso sia dell'uso della nuova moneta per tutti i pagamenti sia della contenuta inflazione che, in media, caratterizza l'area-euro. Però non si è più ridotta, anzi sta aumentando – dopo un minimo toccato nel 1997 – la dispersione dell'inflazione (Figura 4) tra i 12 paesi che condividono l'euro.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> L'aumentata divergenza ciclica nei primi anni dell'UME è ben illustrata in *Osservatorio Monetario*, n. 2/2002, pp. 3-15. Si sono manifestate negli anni scorsi situazioni di surriscaldamento a livello locale (con *output gaps* positivi e maggiore inflazione) che la politica monetaria unica non era in grado di risolvere. Il rallentamento più recente potrebbe però ridurre quei problemi.

FIGURA 4



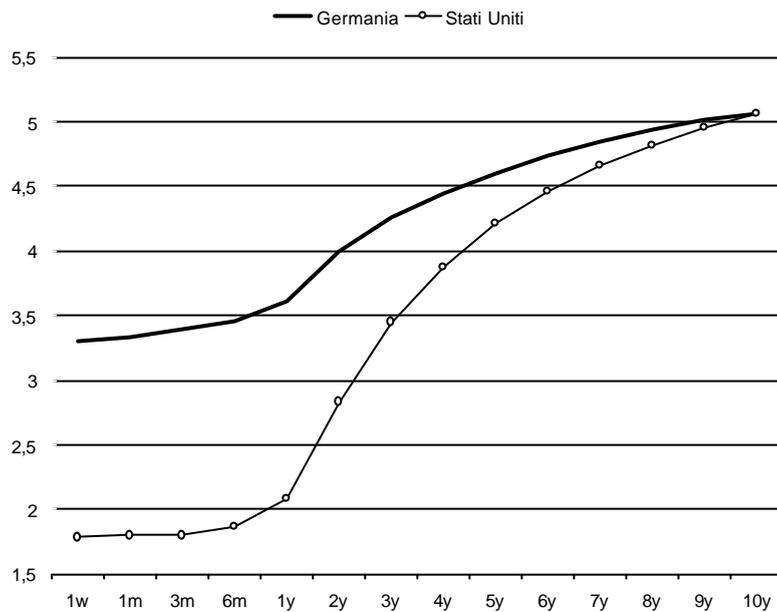
Deviazione standard dei tassi d'inflazione (prezzi al consumo).

In secondo luogo, quella sovranità è confinata al breve periodo e non si estende al mondo della finanza, dove la zona-euro resta sotto l'evidente predominio della borsa americana. La stessa curva dei tassi di interesse è molto diversa nel tratto iniziale (BCE e Fed fanno politiche monetarie diverse), ma è poi sostanzialmente coincidente al di là del breve periodo (Figura 5).

Molto resta dunque da fare per procedere dall'integrazione dei sistemi di pagamento all'integrazione dei mercati finanziari.

Il terzo aspetto che merita ricordare è la dipendenza che ciascuno dei paesi, e quindi l'intera area-euro, continua ad avere dalla crescita economica "esterna". Uno dei principali obiettivi del processo di integrazione europea – cui è funzionale l'adozione dell'euro come moneta comune – era ovviamente quello di poter conseguire propri

FIGURA 5



CURVA DEI TASSI PER SCADENZA

Tassi swap, dati al 15 luglio 2002.

obiettivi di crescita del reddito e dell'occupazione a prescindere dall'andamento del resto del mondo. L'integrazione doveva cioè accrescere complementarità e interdipendenza tra i paesi membri riducendo la dipendenza dall'economia mondiale. Ma ciò tarda a manifestarsi, anzi per ora prosegue la precedente opposta tendenza che vedeva l'Europa sempre più dipendente dall'andamento dell'economia globale. Anche qui, molto resta da fare.

In conclusione, nel caso dell'euro – moneta ora diventata “completa” – abbiamo molti successi, ma anche tanti problemi. I successi sono indubbi dal punto di vista tecnico: la preparazione e lo svolgimento del *changeover*, ma ancor prima l'unificazione di tutto quanto funzionale all'operatività della BCE. Successi più controversi sono stati quelli relativi alle scelte di politica monetaria, anche perché

qualcuno ha addebitato ai limiti della politica (come decisa e/o come comunicata) della BCE il deprezzamento che l'euro ha conosciuto all'inizio della sua vita. In effetti, non sempre sono stati rispettati tutti i criteri che Keynes (nel capitolo XV della *Teoria Generale*) aveva proposto perché la politica monetaria abbia successo, cioè che «si raccomanda all'opinione pubblica

- come ragionevole e praticabile
- e rivolta all'interesse pubblico,
- con una base di convinzioni radicate,
- e promossa da un'autorità non facilmente sostituibile».

È peraltro vero che i problemi maggiori – dell'euro, e dell'economia europea – non sono derivati da *technicalities* monetarie, ma piuttosto dall'incompletezza del processo di integrazione: l'euro è la moneta di un paese ancora da fare!

#### **4. ... dovremo cercare la virtù**

Come si procede sulla strada dell'integrazione europea? Le soluzioni di solito adottate nei secoli passati sono state di due tipi: militari, cioè con invasioni da parte di eserciti; oppure pacifiche, attraverso matrimoni tra case regnanti. Se scartiamo ambedue quelle soluzioni, ci resta solo una terza via, che è poi quella praticata negli ultimi anni: 1) uniformare gradualmente le regole, affinché proceda l'omogeneità e quindi l'integrazione dei mercati; 2) coordinare sempre più le politiche, a cominciare da quelle di vigilanza dei mercati; 3) attendere che le convenienze dei mercati facciano emergere attività e imprese comuni a più paesi. Vi sono due estremi opposti che vorremmo evitare: politiche dei singoli governi che "proteggono" i difetti dei propri paesi dall'esito benefico di un processo di selezione indotto dall'aumentata concorrenza; oppure, nel caso opposto, quando viene forzata un'uniformità che non rispetta le preferenze che restano diverse nei singoli paesi. Sarebbe tutto più agevole se si potesse semplicemente ordinare secondo livelli di qualità e lasciare che fosse la concorrenza a far sì che il meglio prevalesse. Tuttavia, le cose non sono mai così facili, perché

in ogni momento le scelte politiche riguardano il futuro ma sono molto condizionate dal passato e vi sono quindi più soluzioni o, comunque, percorsi e processi diversi.

Semplificando al massimo, due sono le alternative, con una possibile variante, tra le quali scegliere. La prima alternativa è quella di continuare un processo che fa diventare europeo, cioè comune, solo ciò che i diversi paesi europei hanno in comune nei confronti del resto del mondo. Grazie all'euro, quei 12 paesi hanno ora lo stesso tasso di cambio con tutte le altre valute. Analogamente si potrebbe procedere per la politica estera e la difesa: una comune politica nei confronti del resto del mondo soddisfa criteri di ottimalità analoghi a quelli visti per la moneta.

Diventa così comune una sovranità che a livello di singolo paese era comunque già talmente erosa da essere diventata poco credibile. E come per la moneta, ciò si accompagnerebbe alla necessità di apposite regole e istituzioni: dopo una *European Monetary Union*, una *European Military Union* (l'acronimo è lo stesso!), e così via.<sup>7</sup> Devo immaginare che questa sia la soluzione preferita da chi propone un'unione di stati che conservano una loro identità nazionale, accomunati solo da tutto ciò che riguarda i rapporti con il resto del mondo.

L'alternativa opposta è invece quella di procedere a rendere sempre più omogenee regole, norme e procedure fino al punto di eliminare la specificità stessa di ciascuno stato. Accanto alla sovranità monetaria che consente di scegliersi liberamente il valore della propria moneta (domestico e nei confronti delle altre monete), vi sono infatti tante altre sovranità riferite a ogni tipo di regola, norma, procedura, e corrispondenti politiche. Se eliminiamo tutte queste sovranità, e lo facciamo più nei rapporti tra i paesi europei che nei confronti del resto del mondo, è chiaro che il processo porta prima o poi a una completa integrazione con graduale scomparsa delle relative identità nazionali.

La variante da considerare – che non a caso è di attualità in diversi paesi europei – è data dalla possibilità che all'integrazione tra

---

<sup>7</sup> Vanno in questa direzione i progressi realizzati negli ultimi dodici mesi nel costruire una comune politica di controllo dell'immigrazione in Europa. Le differenti condizioni economiche e demografiche dei vari paesi europei danno infatti luogo a fabbisogni di immigrati anche molto diversi. Ma è solo controllando i rapporti con il resto del mondo che si può poi gestire la mobilità della manodopera all'interno dell'Unione.

paesi europei – che aumenta la relativa uniformità – si accompagni un processo di maggiore autonomia locale. Questo “localismo” può essere di tipo municipale o regionale; può essere solo amministrativo o anche legislativo; può essere limitato all’interno di confini nazionali o dilagare anche fuori (come quando le regioni fanno una loro “politica estera”). Ciò che merita sottolineare è l’evidente paradosso che può derivare da tutto ciò: il “localismo” che è anche difesa dalla perdita di identità cui portano gli odierni processi di globalizzazione e integrazione, in realtà favorisce il loro prevalere. Le barriere locali sono più fragili di quelle nazionali, una disarticolazione dei diversi stati in tante più piccole regioni consente una successiva più agevole prevalenza dell’uniformità europea in molti più campi. Al di là delle mode passeggere (come quella di conciliare nel termine *glocal* l’integrazione di ciò che è *globale* con ciò che è *locale*), quelle due alternative – e la loro possibile variante – non sono da interpretare in modo esclusivo. Perché se dovessimo fare una previsione del processo cui l’euro più probabilmente costringerà, finiremmo col definire qualcosa che presenterà tratti di ciascuno di quei tre processi. È probabile cioè che entro un certo numero di anni si abbia un’integrazione militare pari a quella monetaria (“soldi” e “soldati” hanno da sempre una comune radice ...), come è probabile che prosegua la tendenza a rinvigorire i governi locali. Mentre la qualità dei mercati sui quali la stessa moneta viene impiegata richiederà uniformità di regole e di politiche.

Possiamo ulteriormente chiarire la situazione attuale con riferimento ai due campi nei quali maggiore era stato il progresso iniziale ma più marcato è anche stato il successivo arresto e quindi l’attuale ritardo. Mi riferisco all’integrazione per quanto riguarda l’*energia* e i *servizi finanziari*.

Per quanto riguarda l’energia, le prime direttive UE sono state implementate già da tempo nei vari paesi, e quindi il processo di integrazione dovrebbe essere ormai meno impedito che in passato dai monopoli pubblici nazionali. In realtà, i progressi sono risultati inferiori alle attese e il tema viene quindi continuamente riproposto<sup>8</sup> – da Nizza a Stoccolma a Barcellona, per citare solo gli ultimi due anni – senza significativi passi avanti. Due nodi non sono stati mai sciolti: il

---

<sup>8</sup> Si veda G. Vacago, “From Nice to Stockholm: one step forward and one step back”, *The International Spectator*, April-June 2001, pp. 19-25.

rilievo attribuito alla diversa proprietà – pubblica o privata – delle imprese del settore; la rilevanza dell'essere considerato un servizio pubblico oppure un'attività economica come le altre. Questi due aspetti – rilevanti anche da un punto di vista istituzionale, oltre che per le implicazioni sull'effettiva possibilità che emerga un unico, integrato, mercato europeo (viste anche le resistenze ad accettare che i monopoli di alcuni paesi crescano negli altri paesi dell'Unione) – si intrecciano a loro volta con due opposte strategie di mercato che le aziende dei vari paesi stanno perseguendo: da un lato, le principali aziende crescono solo nel settore energetico; dall'altro vi è anche una ben diversa esperienza, che è quella di una crescita trasversale, in una serie di campi diversi, detta *multiutility*. Ambedue le tendenze sono accettabili, sempre che la scelta non sia causata da divari nella regolazione e nel grado di concorrenza dei rispettivi mercati.

Nel settore dei servizi finanziari, l'esperienza è più complessa e il percorso ancora da compiere più accidentato. Anzitutto, si è da tempo confermato – ma era prevedibile, e previsto<sup>9</sup> – che l'originario approccio detto del “1992” non sarebbe affatto bastato. Nel settore finanziario non sarebbe infatti stato sufficiente avere assieme un minimo di armonizzazione e il successivo mutuo riconoscimento, con il controllo del paese d'origine – come proposto dal “Libro Bianco” del 1985 e poi dal “Piano Delors” del maggio 1986.

In effetti, alcuni progressi sono stati realizzati negli anni successivi ma hanno riguardato più gli adeguamenti all'interno dei singoli paesi (in Italia sono scomparsi gli istituti speciali e si è proceduto a concentrare le banche maggiori) che l'effettiva integrazione. Questa è ancora tutta da realizzare e segue ora le linee del “Piano d'azione sui servizi finanziari” (PASF) che l'UE ha adottato nel maggio 1999 e ribadito a Lisbona (2000), Stoccolma (2001) e Barcellona (2002). Il PASF si è arricchito con le raccomandazioni formulate dal Comitato dei saggi, presieduto da Lamfalussy, il cui rapporto finale è stato presentato il 15 febbraio 2001. Quella strategia si articola in tre parti:<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Si veda G. Vaciago, “L'integrazione finanziaria CEE conviene all'Italia?”, *Politica ed Economia*, marzo 1988, pp. 5-9.

<sup>10</sup> Il processo in corso per integrare i mercati finanziari in Europa è ben illustrato in *Osservatorio Monetario*, n. 2/2002, pp. 71-78.

1. Una procedura accelerata per le molte decisioni europee che devono essere ancora assunte. Uniformare le regole – sia per l'attività sia per la vigilanza – è infatti essenziale perché i rispettivi mercati, diventati omogenei, si integrino.

2. Sono da conseguire, entro il 2003, i seguenti punti del PASF: prospetto unico per gli emittenti; condizioni di ammissione ai listini; "passaporto unico" per i mercati regolamentati; standard contabili internazionali; generalizzazione del principio dello "home country control"; regole per fondi di investimento e fondi pensione. A Barcellona si è anche sottolineato la necessità di completare entro il 2002 l'emanazione già in corso di una serie di Direttive che fra l'altro riguardano l'*insider trading* e la vigilanza supplementare sui conglomerati (che includono attività creditizia, assicurativa e di investimento) finanziari.

3. È approvato l'approccio a quattro livelli, che coinvolge due nuovi Comitati di supervisione-vigilanza, e che distingue i cosiddetti "framework principles" dalle "implementing powers" (ciò è simile a quando si approva una "legge-delega" avendone fissato i principi fondamentali, e lasciando che sia poi il governo a emanare i conseguenti decreti delegati e regolamenti).

In campo finanziario, al *primo livello*, Commissione, Parlamento e Consiglio concordano i principi e le relative deleghe attuative. Al *secondo livello*, la Commissione procede in stretta consultazione con i due nuovi Comitati – quello "finanziario" (*European Securities Committee*, che comprende 15 membri dei governi nazionali, con rango di sottosegretario) e quello dei "regolatori finanziari" (per l'Italia, la Consob) – a definire i necessari regolamenti. Il *terzo livello* è quello operativo, di applicazione in ciascun paese, cui sovrintende il "Comitato dei regolatori". Mentre al *quarto livello* la Commissione verifica che le direttive europee siano adottate e rispettate da tutti i paesi.

Questa formulazione è certamente barocca e, se può servire a mediare politicamente nei prossimi anni, non potrà a regime funzionare bene. Il punto ovviamente più controverso è infatti quello della regolamentazione *cum* vigilanza del futuro mercato europeo. Ma non riusciremo a integrare su basi europee i sistemi bancari e i mercati fi-

nanziari dei singoli paesi se non scegliamo un corrispondente “modello europeo” di regolamentazione e vigilanza.

In prima approssimazione, si confrontano infatti il modello integrato (tipo *Financial Services Authority* – FSA – inglese) prevalente nel Nord Europa, con il modello duale che separa mercato e banche, che è invece tipico dell'Italia. A Maastricht il nodo non fu sciolto, anche perché il modello per la BCE era la Bundesbank, che non aveva la tradizione della nostra e di altre banche centrali in termini di vigilanza. Ma forse anche questo problema attende una sua fisiologica soluzione quando si avrà la partecipazione del Regno Unito (e quindi della City di Londra, ma anche della Bank of England e della FSA) all'euro.

## 5. Conclusioni

Il successo del *changeover* non è certo sufficiente: solo nei prossimi anni saremo in grado di misurare il successo dell'euro. Servirà a far crescere di più l'Europa, attraverso un processo di selezione darwiniana? oppure, prevarrà lo stimolo a migliori politiche economiche? o si riuscirà ad avere la giusta combinazione delle due cose? Al momento, una previsione è difficile: dopo il grande sforzo fatto per l'avvio dell'euro, sembra quasi che l'iniziale entusiasmo sia già finito, e possa ora prevalere in molti paesi un atteggiamento più cauto se non addirittura scettico: prevale infatti un giudizio sui vantaggi “difensivi” (ci protegge dall'instabilità) dell'essere parte dell'euro.<sup>11</sup> In realtà, l'avvio dell'euro ha rappresentato l'impegno a proseguire sulla strada dell'integrazione europea, per la quale occorre sia la selezione prodotta dal mercato, in presenza delle regole appropriate, sia l'operare delle politiche opportune. In generale, serve più competizione tra le imprese e più cooperazione tra i governi, due *strategie* che non si trovano (anzi!) in natura. Nel frattempo, l'euro rischia di condividere i problemi che già avevano le monete che ha sostituito, il primo dei quali continua a essere la subordinazione nei confronti del dollaro.

Più che in passato, si percepisce che il grande passo avanti realizzato dalla *macroeconomia* (che è già sostanzialmente comune, come si

---

<sup>11</sup> Si veda G. Vaciago, “Giocare in difesa non basta”, *Aspenia*, n. 17, 2002, pp. 78-86.

osserva dai tassi di interesse e dalla convergenza dei saldi dei bilanci pubblici) richiede oggi un rinnovato maggior impegno sulla *microeconomia*. Far funzionare meglio, integrandoli, i mercati dei fattori produttivi (lavoro, capitale, energia) e produrre le necessarie esternalità positive: è questa la strategia proposta all'inizio del terzo millennio. La dimensione del mercato così integrato favorirà innovazione e competitività, più o meno come a suo tempo indicato da Adam Smith.