

## Conferenza “Ricordando Marcello de Cecco nel giorno del suo compleanno”

Siena, 17 settembre 2016

Sessione: *de Cecco e l'euro*

Mario Tonveronachi

Marcello de Cecco ha mostrato che un economista che voglia comprendere il presente e avanzare ragionevoli ipotesi circa il futuro debba considerare nella loro unità anche le dinamiche storico-economiche, politiche e istituzionali. La costruzione dell'euro e la gestione della cosiddetta Unione Economica e Monetaria risultano molto meno comprensibili se ci limitiamo a un dibattito interno a impostazioni puramente analitiche. I contributi di de Cecco sono preziosi per valutare la complessità di quella costruzione.

La posizione di de Cecco sulla creazione dell'euro si può riassumere nella proposizione che con Maastricht si decise di creare una moneta unica, ma non un mercato finanziario unico.

Un mercato finanziario unico richiede che tutti gli operatori finanziari dell'area possano avere come riferimento un unico insieme di attività senza rischio per dare un prezzo ai rischi e per la gestione della liquidità. In sintesi, occorre che essi confrontino un'unica curva dei rendimenti senza rischio, la yield curve. Nell'area euro si hanno tante yield curve quanti sono i paesi membri, ognuna dipendente dal rischio sovrano nazionale. L'assenza di un'unica yield curve significa che non solo il costo di finanziamento degli operatori finanziari varia da paese a paese, ma che queste differenze si traslano sul costo di finanziamento degli operatori non finanziari nazionali, specie su quelli di minore dimensione. La frammentazione del mercato finanziario rende così frammentati anche i mercati non finanziari dell'Unione, che quindi unici non sono. Questo risultato contrasta con l'obiettivo attribuito dalle autorità alla formazione dell'area euro, che era quello di approfondire con l'unicità del mercato finanziario l'unicità dei mercati non finanziari.

de Cecco ricordava il caso della Francia che si faceva paladina delle regole fiscali proposte dalla Germania affinché il rating del proprio debito pubblico restasse agganciato a quello tedesco. In questo modo le grandi banche francesi potevano approvvigionarsi a basso costo sui mercati internazionali.

Due principali direttrici hanno determinato secondo de Cecco la soluzione adottata col trattato di Maastricht e con le politiche ad esso associate.

La prima è data dal prevalere negli ultimi decenni delle tesi della scuola monetaria su quelle della scuola bancaria, con l'idea da lui fortemente criticata che il sistema finanziario, quello bancario in particolare, fosse da considerare un settore come qualsiasi altro, e che la sua morfologia e il suo funzionamento fossero da lasciare al libero agire delle forze private, da vigilare solo in termini di concorrenza e di pratiche corrette.

La seconda direttrice deriva da una pedissequa estensione all'Unione Europea dei principi dell'Ordoliberalismo di Walter Eucken e della scuola di Friburgo: un'unione fatta di paesi sovrani tra loro in concorrenza sotto regole comuni tese a mantenere trascurabile l'inflazione e sotto controllo i conti pubblici, il tutto in assenza di politiche discrezionali. Si tratta di una trasposizione pedissequa anche perché trascura i diversi punti di partenza e le diverse caratteristiche strutturali dei paesi membri, e gli squilibri interni ed esterni all'area, problemi sui quali Marcello ha dato contributi illuminanti.

I fautori di quell'impostazione, tedeschi in testa, affermano che la concorrenza sotto quelle ed altre regole spinge i paesi a comportamenti virtuosi e alla convergenza economica e sociale. Ma la storia insegna che regole comuni applicate a sistemi strutturalmente diversi producono divergenza e non convergenza. Nella realtà, regole teutoniche raramente producono risultati teutonici.

Inoltre, come si è ricordato, mercati frammentati non sono tra di loro su un piano di parità concorrenziale. La frammentazione dei mercati europei prima richiamata può essere mantenuta entro limiti di non dissoluzione dell'area da politiche aggressive della BCE, non a caso fortemente criticate dalla Germania, aiutate dall'attuazione, anche se monca, dell'unione bancaria. Si tenga presente l'obiettivo primario di *inflation targeting* imposto alla BCE e non da ultima la scadenza del mandato di Mario Draghi. Quando l'inflazione tornerà ad avvicinarsi al 2% la BCE perderà ogni giustificazione per non smantellare l'attuale Asset Purchase Programme, o QE, restando a sua disposizione per singoli paesi in difficoltà il programma di Outright Monetary Transactions mai sperimentato, se non come *open mouth operation*, un programma che è soggetto a tutte le condizionalità volute e controllate dalla Germania. Nelle condizioni date queste politiche e questi assetti istituzionali non sono in grado né di eliminare la frammentazione che è strutturale, né le volatilità che la accompagnano. Il risultato è che il terreno da gioco europeo tutto è fuori che livellato, non risultando per l'area

comune quel prezzo unico che dovrebbe essere carattere prevalente della sbandierata concorrenza tra sistemi. Tra l'altro, se di liberalismo si tratta, i padri del pensiero liberale, tra i quali Luigi Einaudi, hanno ben chiarito che la concorrenza, intesa in senso sistemico, abbisogna dell'uguaglianza dei punti di partenza.

Soluzioni alla frammentazione finanziaria e alla divergenza economica e sociale esistono e numerose sono le proposte. Quelle efficaci incontrano però seri ostacoli politico-sociali e l'opposizione di interessi precostituiti, in grado diverso e di diversa natura nei paesi membri, che rischiano, in questo come in altri campi, di mettere a repentaglio l'intera costruzione. I contributi di Marcello e la sua metodologia d'indagine ci offrono una preziosa guida anche per comprendere la diversa fattibilità di quelle proposte nella situazione attuale.

Grazie