

Debito e stabilizzazione macroeconomica

Rischio sovrano e rete di protezione finanziaria (“backstop”)

Giancarlo Corsetti

University of Cambridge

Lezioni Federico Caffè 2019
Università di Roma La Sapienza

“Il riformista preferisce, il poco al tutto, il realizzabile all’utopico, il gradualismo delle trasformazioni a una sempre rinviata trasformazione radicale del sistema. Il riformista e’ anche consapevole che alla derisione di chi lo considera un impenitente tappabuchi (...) si aggiunge lo scherno di chi pensa che ci sia poco da riformare, né ora né mai in quanto a tutto provvede l’operare spontaneo del mercato.”

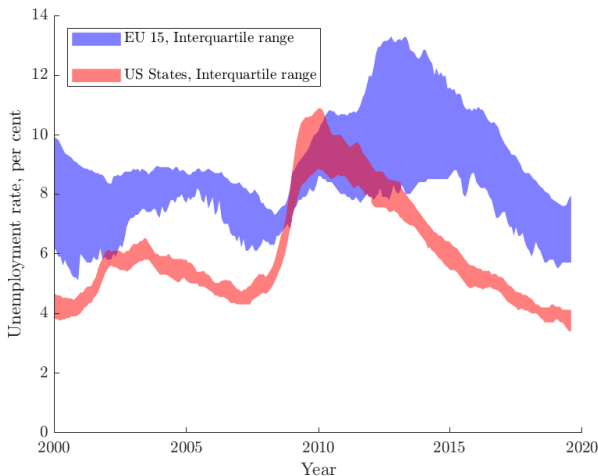
Caffè F. (1990), La solitudine del riformista, a cura di N. Acocella, Franzini M., Bollati Boringhieri, Torino, p. 3.

E un invito alla lettura dei due saggi del Prof. Guido Rey:
“Federico Caffè: profilo di un maestro”, discorso per l’intitolazione della Facoltà di Roma Tre a Federico Caffè, e “Attualità del pensiero economico di Federico Federico Caffè”, in *Il futuro delle relazioni economiche internazionali*, a cura di G Corsetti GM Rey and G Romagnoli, F.Angeli, Milano 2001

L'area dell'euro (AE) non e' uscita dalla crisi

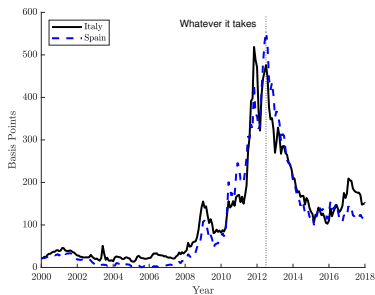
Dispersione del tasso di disoccupazione degli stati: AE e USA

Intervallo interquartile del tasso di disoccupazione, dati mensili, fonte: BLS per gli USA e Eurostat per la AE

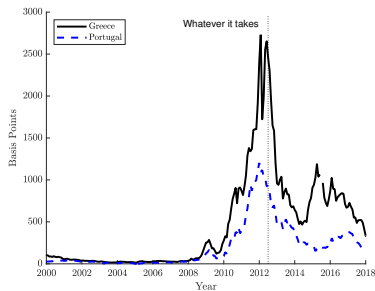


La crisi dell'AE è caratterizzata da polarizzazione del rischio

Spreads dei titoli pubblici rispetto ai Bunds



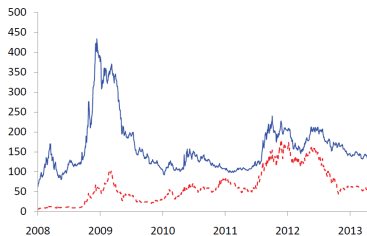
(a) Italia and Spagna.



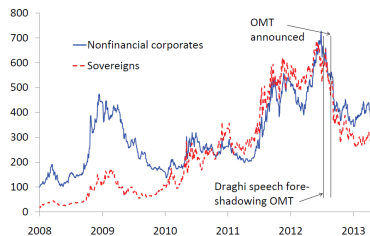
(b) Grecia and Portogallo.

Fonte: OECD, Main Economic Indicators. Lo spread e' su titoli decennali. Frequenza mensile.

Polarizzazione del rischio e frammentazione dello spazio economico e finanziario della AE



(a) AE: paesi a basso rischio.



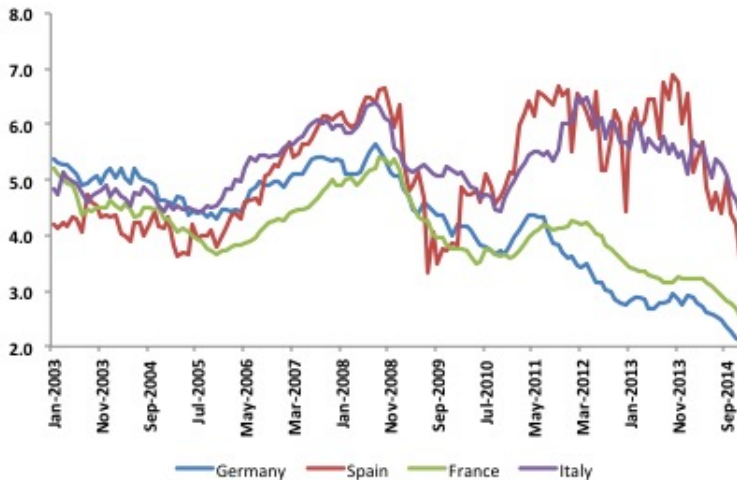
(b) AE: paesi a alto rischio.

Fonte: Corsetti et al. 2013.

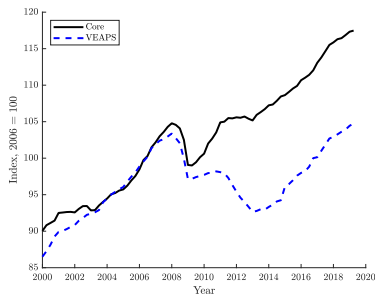
Note: linee di colore **blu** si riferiscono a Credit Default Swaps di società non finanziarie. Le **rosse** tratteggiate ai CDS degli stati.

Polarizzazione del rischio e frammentazione dello spazio economico e finanziario della AE

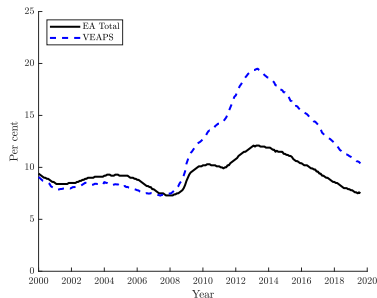
Tassi di interesse su prestiti alle imprese, quinquennali, fino a 1m di euro.



Polarizzazione del rischio e frammentazione dello spazio economico e finanziario della AE



(a) PIL



(b) Tasso di disoccupazione

Fonte: Eurostat. Basato su dati per “Vulnerable Euro Area Periphery Economies” (VEAPS) (Irlanda, Portogallo, Spagna, Grecia, Italia) e “core” (i restanti membri della AE).

La polarizzazione ostacola la stabilizzazione economica

- In una situazione di trappola di liquidità, la politica monetaria da sola potrebbe non essere in grado di stabilizzare l'economia dell'Unione.
- Se si sviluppa una crisi di rischio sovrano, è improbabile che autorità fiscali indipendenti riescano a fornire uno stimolo su una scala sufficiente.
 - I paesi ad alto rischio non hanno altra scelta che tagliare i disavanzi.
 - I paesi a basso rischio (e quindi con premi di rischio negativi) non hanno incentivi a espandere—semmai preferiscono mantenere i bilanci sotto stretto controllo come “ misura precauzionale ” per evitare crisi del rischio sovrano.
- La domanda aggregata rimane strutturalmente troppo debole.

Argomenti e taglio delle lezioni

- Le due lezioni si concentrano sui rischi dell'instabilità macroeconomica e finanziaria— definiti come *Tail Risk* (rischio estremo o di coda).
 - Il termine sottolinea come, almeno per le economie avanzate, questo rischio si riferisca a situazioni che si materializzano con bassa probabilità.
- Le lezioni saranno focalizzate sull'area dell'euro — non perché la AE è l'unica regione del mondo vulnerabile al *Tail Risk*, ma perché il suo quadro istituzionale incompleto la espone più di altre regioni.
- La discussione sarà incentrata sull'indebitamento — non perché il debito sia l'unica radice dell'instabilità, ma perché la cattiva gestione della crisi del debito può mettere in moto potenti forze destabilizzanti con profonde conseguenze macroeconomiche.

Argomenti e taglio delle lezioni

- Per essere chiari: mercati del debito ben funzionanti sono essenziali per una condotta efficiente delle politiche di stabilizzazione.
 - Tali mercati sono essenziali per evitare fluttuazioni indesiderabili nei consumi e il finanziamento efficiente degli investimenti e della crescita.
 - La politica monetaria stimola la domanda in misura significativa attraverso l'attività delle banche.
- Tuttavia, shock e politiche inefficaci possono creare una spirale di accumulazione del debito che a sua volta crea vulnerabilità crisi finanziarie e complica le politiche di stabilizzazione.

“Tail Risk” è caratterizzato da “circoli viziosi”.

1. Supponiamo che gli operatori sviluppino aspettative di bassa crescita, fragilità finanziaria e deterioramento delle condizioni fiscali e inizino a pretendere un premio per il rischio sui titoli di Stato.
2. Assente una reazione monetaria e fiscale sufficiente, il rischio sovrano si trasmette alle banche (direttamente, attraverso perdite in conto capitale sui titoli che detengono e, indirettamente, attraverso il peggioramento del outlook macroeconomico), nonché alle imprese e alle famiglie (per effetto dei tagli alla spesa pubblica corrente e futura, dell'aumento di imposte, e l'aumento del costo dei prestiti).
3. La contrazione della domanda crea una recessione che aumenta il disavanzo e quindi il rischio sovrano. L'equilibrio fiscale peggiora per via delle garanzie che il settore pubblico estende, più o meno esplicitamente, alle banche.

Capire il rischio sovrano (rischio paese)

Un modello stilizzato

1. Nozioni di base: prezzo del rischio, curva di Laffer e il fabbisogno finanziario del governo
2. Equilibri unici e multipli
3. Le conseguenze delle crisi di rischio determinate da profezie che si autorealizzano

Rischio sovrano: Un modello stilizzato

- Per cominciare, costruiamo un modello stilizzato che sintetizza le principali lezioni della letteratura. In questa letteratura:
 1. Il governo in carica ha una capacità limitata di impegnare se stesso o i governi futuri sulla condotta della politica economica; le politiche vengono decise di volta in volta discrezionalmente, prendendo il prezzo del debito (ovvero le aspettative del mercato) come dato.
 2. Il governo decide se servire o ristrutturare il proprio debito, e la ristrutturazione (default o ridenominazione) comporta costi ingenti, che riflettono problemi macroeconomici, finanziari, sociali e politici.
- Il modello è una survey grafica e analitica di Calvo (1988), Lorenzoni e Werning (2014), Corsetti e Dedola (2016), Corsetti, Erce e Uy (2017,18) e Corsetti (2018).

Ipotesi del modello

Contesto interno

Nell'interesse della trattabilità analitica, ipotizziamo:

- Nessuna distinzione tra debito interno ed esterno, privato e pubblico (implicito esplicito) — faremo semplicemente riferimento al livello complessivo di "debito".
- L'economia è piccola e aperta, integrata nei mercati internazionali dei capitali.
- Il ciclo economico è esogeno.

In ogni periodo, il paese:

- eredita uno stock di passività B_t dal passato.
- può entrare in una recessione con probabilità $1 - \psi_H$.
- Decide quanto spendere, quanto tassare, se onorare il proprio debito o ristrutturare.

Ipotesi del modello

Contesto internazionale

Residenti e investitori internazionali possono acquistare:

1. Titoli internazionali a sconto con maturità di un periodo **privi di rischio di default**, al prezzo “riskless” $Q^* = \frac{1}{R^{world}}$.
2. Titoli pubblici a sconto con maturità di un periodo, al prezzo Q , che può essere minore di Q^* per via del rischio paese. Si ricordi che il tasso di interesse è inversamente proporzionale al prezzo dei titoli:

$$R_t = \frac{1}{Q_t}. \quad c$$

Per semplicità, ipotizziamo che

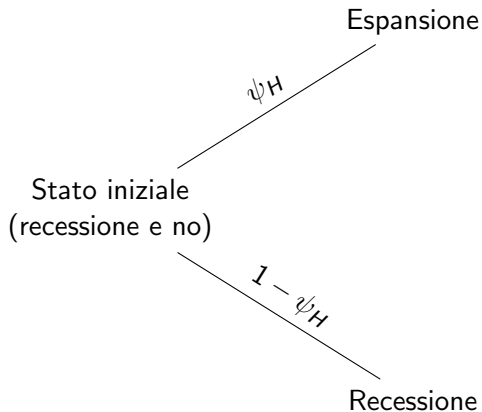
1. $R^{world} = 1$, ovvero $Q^* = 1$.
2. Gli investitori internazionali sono **neutrali al rischio** e non hanno alcuna preferenza temporale, quindi il prezzo di qualsiasi attività è uguale al valore atteso del suo “cash flow”.

La sostenibilità del debito

Il prezzo al quale gli investitori sono disposti a finanziare il paese dipende dalla loro valutazione di “sostenibilità”.

- Supponiamo che sia più probabile che la sostenibilità del debito sia in pericolo in periodi di congiuntura negativa, piuttosto che in periodi di congiuntura favorevole.
- In particolare, gli investitori comprendono che il governo non sarà in grado / disposto a onorare i propri obblighi finanziari se, simultaneamente:
 1. L'economia in recessione e
 2. Il debito supera una soglia critica B_{t+1}^{Max}
- Per semplicità, ipotizzeremo che:
 - in caso di default, i detentori di titoli pubblici subiranno una riduzione (haircut) del valore nominale dei titoli pari a $(1 - \rho)\%$, ovvero il “tasso di recupero” sarà solo il $\rho\%$.

Rischio di recessione

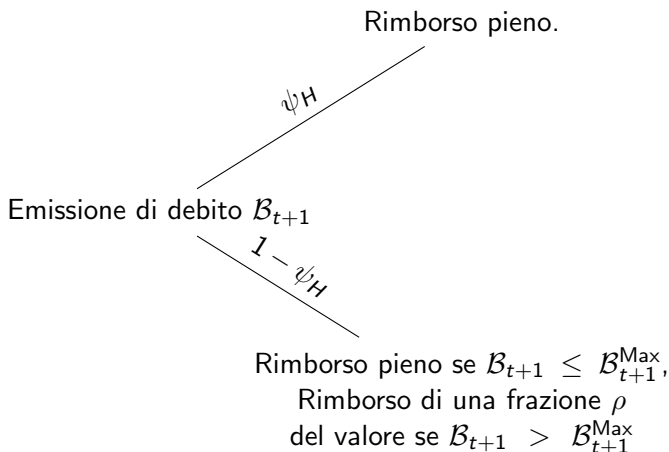


Periodi : t

t + 1

Emissione di debito e prospettive di rimborso

Si ricordi: il debito è a breve (un periodo)



periodi : t

$t + 1$

“Soglie di tolleranza” del debito

- Si pensi a \mathcal{B}_{t+1}^{Max} come una “variabile latente”, non osservabile, nè facilmente stimabile in funzione di variabili osservabili—la soglia dipende da una valutazione continua, multidimensionale, lungimirante da parte dei partecipanti al mercato.
- In particolare: \mathcal{B}_{t+1}^{Max} NON è una costante. Dipende da molte considerazioni tra cui lo stato attuale e futuro dell’economia, lo stato e saldo finanziario di banche, imprese e famiglie, il tipo di governo, il contesto internazionale e le prospettive di solidarietà, ecc. può anche variare con il regime delle aspettative.
- Ai fini didattici, ipotizzeremo che, al tempo t , \mathcal{B}_{t+1}^{Max} sia nota a tutti gli operatori dell’economia.
Ma si veda Corsetti (2018) per una discussione.

Prezzo dei titoli di equilibrio Q_t

Per capire intuitivamente come la soglia di tolleranza influenza la valutazione del debito, quando $B_{t+1} > B_{t+1}^{\text{Max}}$:

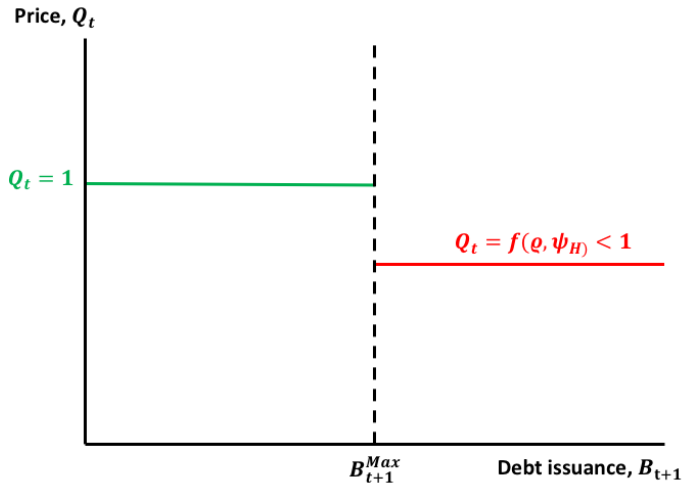
- I titoli di stato non sono esenti da rischi di insolvenza.
 - Quindi il prezzo dei titoli non può essere $\frac{1}{R^{\text{world}}} = 1$.
- Gli investitori prevedono che, quando acquistano un titolo, verranno rimborsati solo se l'economia **non è in recessione**.
- In aspettativa, il flusso di cassa dal titolo sarà:

$$\rho * (1 - \psi_H) + 1 * \psi_H = f(\rho, \psi_H) \leq 1$$
- Con neutralità al rischio il prezzo dei titoli sarà una funzione della probabilità che l'economia non sia in recessione, e il tasso di recupero.

Il prezzo dei titoli in funzione dell'emissione di debito

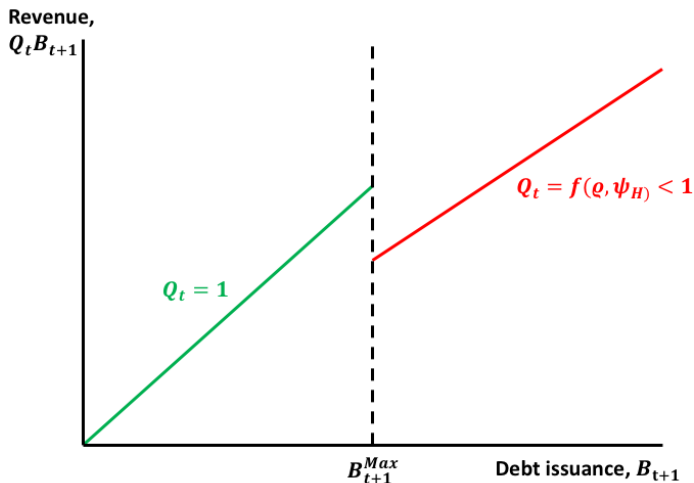
Si noti la discontinuità!

$$Q_t = \begin{cases} \frac{1}{R^{world}} = 1 & \text{if } B_{t+1} \leq B_{t+1}^{Max}, \\ f(\rho, \psi_H) < 1 & \text{if } B_{t+1} > B_{t+1}^{Max}. \end{cases}$$



La curva di Laffer: la raccolta in funzione dell'emissione

Usando la funzione del prezzo dei titoli, possiamo derivare la curva di Laffer, che mostra l'ammontare di risorse che il governo ottiene ($Q_t B_{t+1}$), in funzione di quanto debito emette (B_{t+1}).



Il fabbisogno finanziario

Data la curva di Laffer, per ottenere il prezzo e la quantità di titoli emessi in equilibrio, dobbiamo conoscere il fabbisogno finanziario pubblico (FN). In ogni periodo, questo è definito come la somma del disavanzo primario, $(G-T)$, gli interessi sul debito e il debito a scadenza nel periodo.

- Poichè ipotizziamo che tutti i titoli sono a breve possiamo scrivere

$$Q_t B_{t+1} = G_t - T_t + B_t = FN_t \text{ (fabbisogno finanziario).}$$

dove B_t denota il debito in scadenza nel periodo t , e Q_t il prezzo al quale il governo emette nuovi titoli per un ammontare pari a B_{t+1} .

- Dato il fabbisogno FN_t , più **basso** e il prezzo di emissione dei titoli Q_t , **maggiore** e' l'ammontare di nuovo debito che il governo deve immettere nel mercato

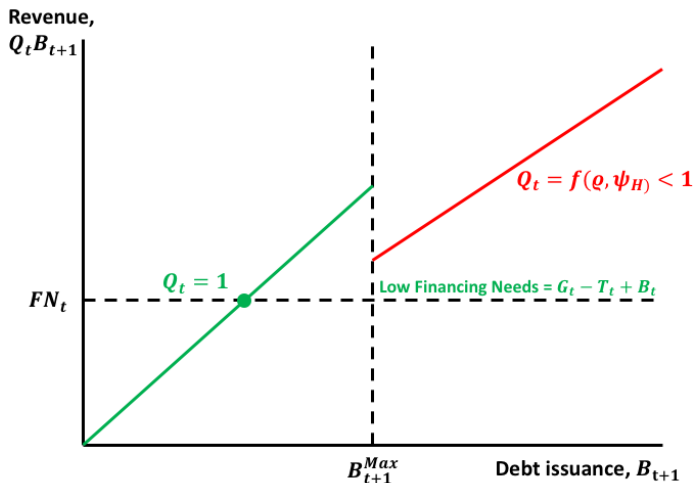
Unicità e molteplicità dell'equilibrio

Per effetto della discontinuità mostrata nel nostro grafico, è facile verificare che il modello prevede:

1. Un equilibrio unico con titoli emessi al prezzo privo di rischio se il fabbisogno FN è sufficientemente basso.
2. Un equilibrio unico con titoli a rischio di insolvenza se il fabbisogno FN è sufficientemente alto.
3. Due equilibri, per valori intermedi del fabbisogno FN.
 - In questo caso, la curva del fabbisogno incrocia la curva di Laffer due volte, in corrispondenza di un \mathcal{B}_{t+1} al di sotto e al di sopra di $\mathcal{B}_{t+1}^{\text{Max}}$

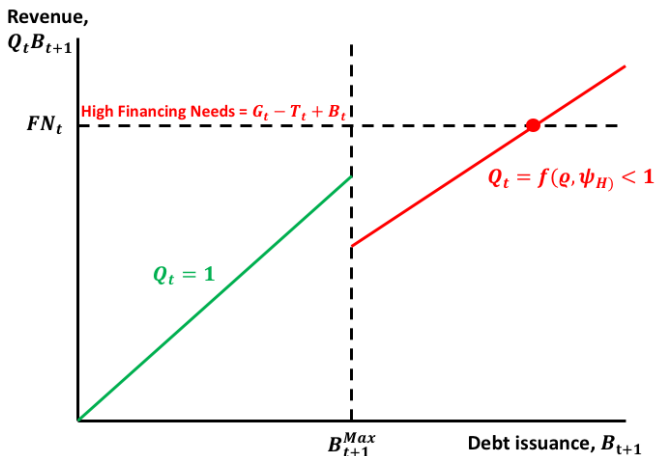
L'equilibrio è unico se il fabbisogno FN è basso

- L'unico equilibrio possibile e' al prezzo $Q_t = 1$.
- Il debito emesso rimane contenuto e non c'è rischio di insolvenza nel periodo $t + 1$.



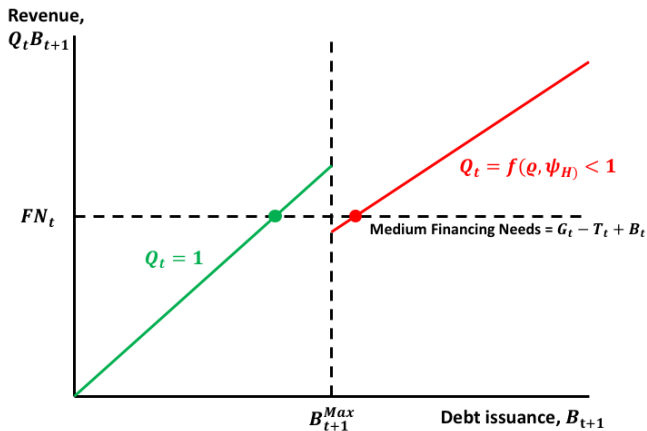
L'equilibrio è unico se il fabbisogno FN è alto

- L'unico equilibrio possibile è al prezzo $Q_t = f(\rho, \psi) < 1$: il costo dell'indebitamento è alto poichè gli operatori attribuiscono una probabilità pari a $1 - \psi_H$ a un default in $t + 1$

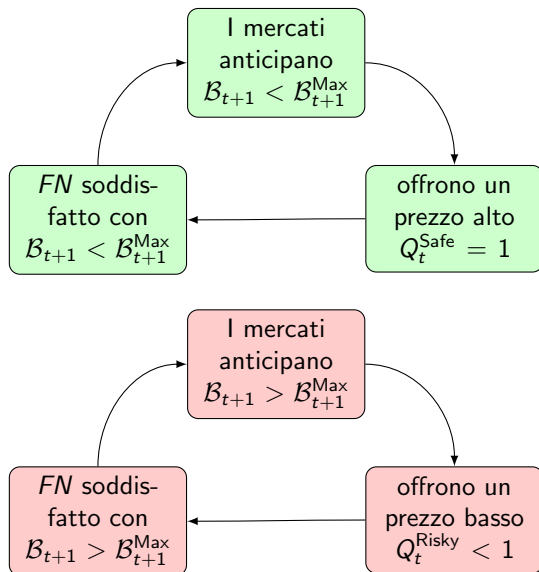


Per livelli intermedi di fabbisogno, l'equilibrio non è unico

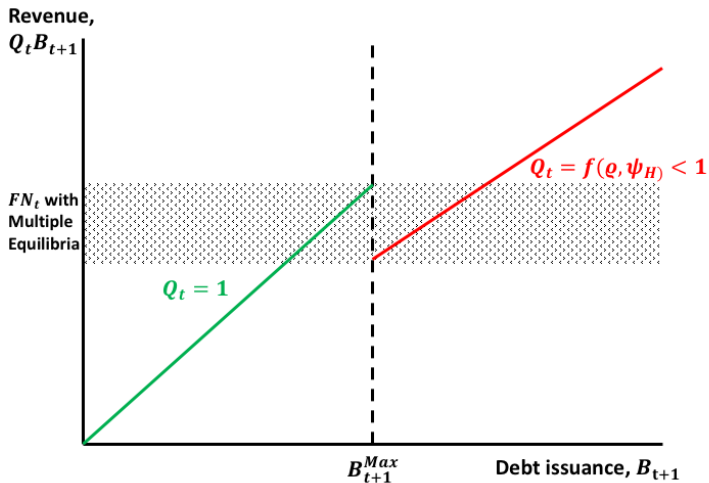
- A seconda delle aspettative degli operatori, i titoli possono essere privi di rischio o rischiosi. In entrambi i casi le aspettative di mercato si auto-realizzano.



La logica delle profezie che si auto-realizzano.



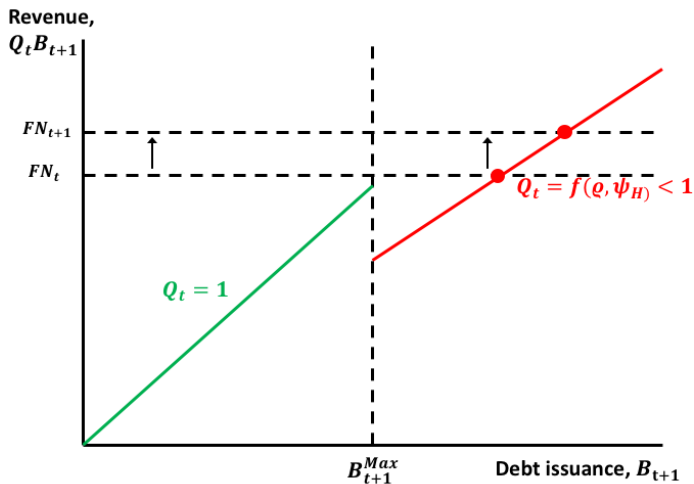
La regione degli equilibri multipli



Il rischio sovrano crea dinamiche di crisi lente ma inesorabili in assenza di aggiustamento

- Se i mercati coordinano le aspettative sull'equilibrio “cattivo” e il governo non corregge le proprie politiche fiscali, i premi a rischio inizieranno a innescare una spirale di aumento del debito.
- Sotto le nostre ipotesi (realistiche), il paese può essere in grado di sostenere il proprio debito per un bel pò di tempo (purché le condizioni congiunturali rimangano sufficientemente buone).
- In assenza di correzione, tuttavia, uno stock crescente di debito aumenterà il fabbisogno finanziario. Anche in assenza di un peggioramento congiunturale, il paese finirà nella regione di insolvibilità fondamentale.

Rischio sovrano innesta dinamiche di accumulazione di debito



Crisi di fiducia peggiorano i fondamentali economici

- Dal punto di vista didattico e analitico conviene spiegare le crisi basate sulle profezie che si autorealizzano come distinte dalle crisi fondamentali. Mai i due tipi di crisi non possono essere separati, né in teoria né in pratica.
- Da un lato, affinché l'equilibrio non sia unico, i fondamentali dell'economia non possono essere troppo forti (l'equilibrio è unico per un FN sufficientemente basso).
- Dall'altro, crisi di fiducia causano un deterioramento dei fondamentali dell'economia: il rischio sovrano non solo peggiora la dinamica del debito pubblico, ma scoraggia la domanda e l'investimento via un aumento dei costi del credito, l'instabilità finanziaria, e l'incertezza sui redditi.
- Una volta avviato questo processo, l'economia diventa progressivamente più debole.

Il contagio

- Le scienze sociali non offrono una teoria convincente di come possano verificarsi cambiamenti repentini nelle aspettative, da un equilibrio all'altro. Sappiamo che possono essere improvvisi, a volte come reazione apparentemente sproporzionate a notizie o eventi.
- Sappiamo tuttavia che le crisi tendono a essere correlate a livello internazionale—hanno natura sistemica.
 - Nel nostro modello stilizzato, possiamo pensare che sia la congiuntura sia il coordinamento delle aspettative degli investitori siano determinati da fattori globali o regionali.
- Ma il punto di sostanza è che gli equilibri multipli esistono solo nella misura in cui la politica e le istituzioni economiche non offrano una rete di protezione efficace.

Austerità o solidarietà Sono una soluzione?

E' difficile che l'austerità funzioni: il problema del moltiplicatore

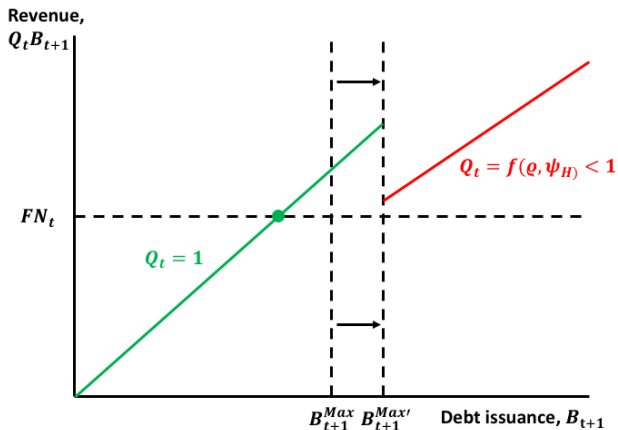
- Si potrebbe sostenere che un paese possa evitare crisi di fiducia se è in grado di ridurre tempestivamente e drasticamente il fabbisogno—con politiche di “ austerità.
- Ma gli studi empirici suggeriscono che, mentre il moltiplicatore fiscale rimane contenuto nella maggior parte delle circostanze, diventa molto alto nel caso di contrazioni effettuate in periodi di crisi (vedi ad esempio Corsetti, Meier e Mueller, Economic Policy, 2012).
- In una crisi di rischio sovrano, l'austerità può essere allo stesso tempo forzata (i mercati non sono disposti a finanziare il disavanzo) e controproducente (il calo endogeno della produzione peggiora il disavanzo).
- “What did we learn Palmer? ... ”

Solidarietà

- Un'altra possibile soluzione potrebbe consistere nell'affidarsi alla “kindness of foreigners”.
- Una crisi del rischio sovrano ha generalmente ricadute avverse all'estero, che possono motivare forme di “solidarietà interessata”.
 - I governi stranieri hanno un tornaconto economico nel salvare un paese in difficoltà e prevenire una crisi di rischio sovrano, a condizione che i trasferimenti necessari non superino la valutazione finanziaria dei propri costi in caso di crisi.
- Questa considerazione aiuta a spiegare perchè un divieto di “salvataggio internazionale” non abbia credibilità.
- La domanda è se questo tipo di solidarietà sia in grado di eliminare profezie di crisi che si autorealizzano.
- La risposta è negativa: un problema chiave con la solidarietà autointeressata è che l'ammontare del salvataggio è limitato dai costi temuti dal paese che la offre.

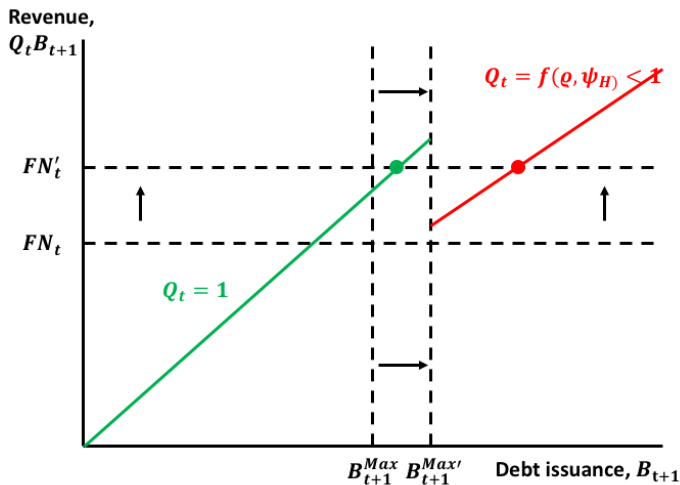
Effetti della solidarietà

- Gli investitori anticipano che, in caso di recessione, il paese sarà in grado di evitare il default contando nell'aiuto finanziario di altri paesi nella misura di $B_{t+1}^{Max'} - B_{t+1}^{Max}$.



Effetti della solidarietà

- Mentre aumenta gli incentivi all'indebitamento, la solidarietà non risolve il problema delle crisi di fiducia.



Una valutazione critica della solidarietà autointeressata (memo per un'altra lezione)

- Oltre ad essere inefficace nell'eliminazione di equilibri multipli, la solidarietà autointeressata solleva una serie di problemi:
- Ex ante, la prospettiva di salvataggi internazionali possono favorire politiche eccessivamente rischiose;
- Ex post, i salvataggi tendono a servire principalmente gli interessi dei creditori.
- E' tuttavia un elemento importante su cui strutturare organizzazioni monetarie e economiche internazionali su scala globale e regionale.
Si veda Tirole AER 2015, Marin 2016 e Corsetti 2018.

Eliminare le crisi di fiducia dovute a profezie che si auto-realizzano: La logica della rete di protezione finanziaria (backstop)

1. Il prestatore ufficiale di ultima istanza
2. La credibilità della rete

Le condizioni per una crisi di fiducia

- Abbiamo visto che il prezzo di mercato dei titoli Q_t^{Market} viene fissato con questa logica:

$$Q_t^{Market} = \begin{cases} Q_t^{Riskless} = 1 & \text{if } \mathcal{B}_{t+1} \leq \mathcal{B}_{t+1}^{Max}, \\ Q_t^{Risky} = f(\rho, \psi_H) & \text{if } \mathcal{B}_{t+1} \geq \mathcal{B}_{t+1}^{Max}. \end{cases}$$

- Quando il fabbisogno (FN_t) è nella regione di molteplicità, queste due condizioni sono verificate simultaneamente:

$$\mathcal{B}_{t+1} = \frac{FN_t}{Q_t^{Risky}} > \mathcal{B}_{t+1}^{Max} \text{ and } \mathcal{B}_{t+1} = \frac{FN_t}{Q_t^{Riskless}} \leq \mathcal{B}_{t+1}^{Max}$$

- Se gli operatori **coordinano le proprie aspettative** nell'equilibrio rischioso, sono disposti a comprare titoli solo al prezzo Q_t^{Risky} . Se il fabbisogno viene soddisfatto a questo prezzo, \mathcal{B}_{t+1} cresce al di sopra della soglia di tolleranza, verificando ex post le aspettative degli investitori.

Il modello con una istituzione “OL” che offre una rete di protezione

- Si consideri un’istituzione OL (“Official Lender”), che **sia pronta a acquistare** i titoli pubblici del paese a un prezzo $Q_t^{OL} \geq Q_t^{Market}$. L’identità di bilancio diventa

$$FN_t = Q_t^{Market} B_{t+1}^{Market} + Q_t^{OL} B_{t+1}^{OL} =$$

$$\left(Q_t^{Market} \frac{B_{t+1}^{Market}}{B_{t+1}} + Q_t^{OL} \frac{B_{t+1}^{OL}}{B_{t+1}} \right) B_{t+1}$$

Gli acquisti di OL **umentano il prezzo medio** al quale il paese può vendere i propri titoli (diminuendo il costo del debito).

- Nella regione di equilibri multipli, **un intervento di OL su scala sufficiente** B_{t+1}^{OL} **può sempre contenere le nuovi emissioni al di sotto della soglia** B_{t+1}^{Max} .

Un OL elimina l'equilibrio avverso

Se B_{t+1}^{OL} soddisfa questa condizione

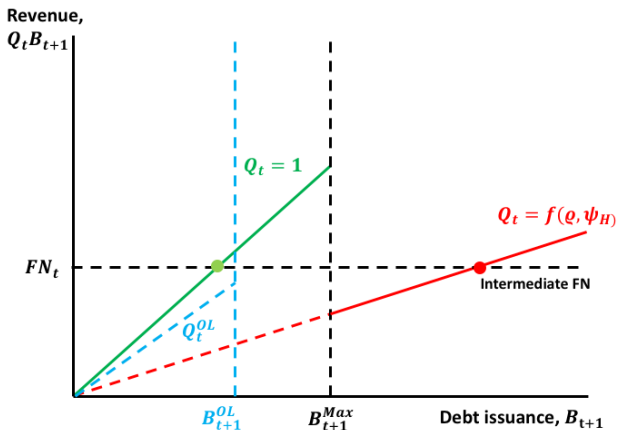
$$B_{t+1}^{Market} + B_{t+1}^{OL} = \frac{FN_t - Q_t^{OL} B_{t+1}^{OL}}{Q_t^{Market}} + B_{t+1}^{OL} < B_{t+1}^{Max}.$$

il prezzo di mercato di equilibrio non può essere Q_t^{Risky} .

- Anche qualora gli investitori continuassero a acquistare debito al prezzo Q_t^{Risky} , il debito rimarrebbe sotto la soglia critica.
- Profezie di default non possono auto-realizzarsi.

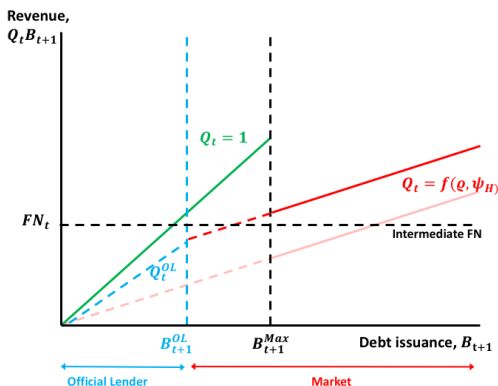
Il ruolo degli interventi ufficiali

- Partendo da situazione di molteplicità, introduciamo acquisti di titoli di OL B_{t+1}^{OL} , al prezzo Q_t^{OL} .
- Poichè Q_t^{OL} è un prezzo migliore di Q_t^{Risky} , il governo preferirà collocare B_{t+1}^{OL} con OL prima di ricorrere al mercato.



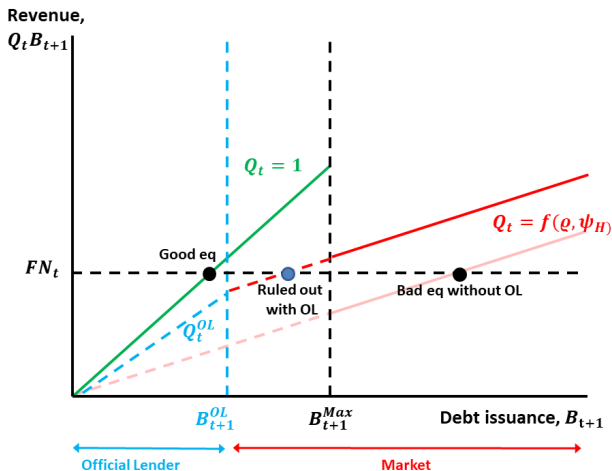
Il ruolo degli interventi ufficiali

- Anche qualora il resto del fabbisogno ($FN_t - B^{OL}$) fosse finanziato dal mercato al prezzo Q_t^{Risky} , il debito rimarrebbe al di sotto di B_{t+1}^{Max} .



Il ruolo degli interventi ufficiale

- La mera presenza di un OL pronto a comprare debito fino a B^{OL} al prezzo Q^{OL} è sufficiente a assicurare l'unicità dell'equilibrio.



Nessun acquisto di titoli è necessario per l'efficacia della rete di protezione

- Se gli investitori anticipano un intervento ufficiale su scala sufficiente qualora si sviluppi una crisi di fiducia, comprendono che l'unico equilibrio possibile è al prezzo $Q_t^{Riskless}$.
- Quindi in equilibrio non si verifica alcuna crisi di fiducia.
- In questo equilibrio, OL non acquista alcun titolo ex post.

OL influenza il comportamento dei mercati **minacciando di intervenire**, senza farlo in equilibrio. Ma perchè questo sia possibile, occorre che la politica sia **credibile**.

Le due condizioni per la credibilità

1. L'istituzione OL deve avere accesso a risorse finanziarie su scala sufficiente (il cosiddetto **"big bazooka"**).
 - E' facile verificare graficamente che, se $Q_t^{OL} B_{t+1}^{OL}$ non è sufficientemente grande, un OL non riesce a eliminare la molteplicità
 - In pratica, il prestatore deve essere in grado di ottenere risorse dai mercati emettendo titoli con rischio di insolvenza nullo o comunque minore del rischio del paese. Ovvero i titoli emessi da OL non devono diventare rischiosi in caso di intervento.
 - Deve essere vero che $Q \geq Q_t^{OL} > Q_t^{Risky}$
2. Il prestatore deve essere **pronto** a intervenire ex post qualora il mercato voglia verificare la sua determinazione a farlo.
 - La funzione obiettivo e i vincoli legislativi e di bilancio del OL devono essere tali che i mercati non abbiano dubbi sulla sua capacità e volontà di intervento.

Sommario

Le crisi di rischio sovrano

In questa lezione abbiamo stabilito che:

- I paesi sono intrinsecamente esposti al rischio sovrano, e soggetti all'instabilità nella valutazione dei mercati circa la sostenibilità del debito.
- Questa valutazione è estremamente lungimirante e multidimensionale (ad esempio, paesi con un debito pubblico basso possono soffrire crisi di fiducia se gli investitori diventano pessimisti circa la solidità delle sue banche).
- Una crisi di rischio sovrano, anche quando generata puramente da aspettative che si auto-realizzano, tende ad attivare circoli viziosi che non solo accelerano l'accumulazione di debito, ma deteriorano lo stato dell'economia.

Sommario

La rete di protezione finanziaria

- Un prestatore ufficiale può eliminare gli equilibri cattivi semplicemente minacciando di intervenire.
- Ma per essere efficace, questa minaccia deve essere credibile.

Nella prossima lezione, discuteremo dei problemi istituzionali nell'attivare una rete di protezione finanziaria. Nella maggior parte dei paesi avanzati, il ruolo di prestatore è svolto dalla banca centrale. Quando credibile, la rete conferisce al paese un importante vantaggio nel gestire il "tail risk".

Discuteremo quindi l'esperienza dell'area dell'euro e come l'Unione Monetaria Europea potrebbe essere completata per sfruttare pienamente questo vantaggio.