

Indebitamento e stabilizzazione macroeconomica

Backstop monetario e domanda aggregata

Giancarlo Corsetti

University of Cambridge

Lezioni Federico Caffè 2019

Università di Roma La Sapienza

*“A common misconception about the European Union – and the euro area – is that they are economic unions without an underlying political union. This reflects a deep misunderstanding of what **economic union means: it is by nature political.** [...]*

If our union has proved more resilient over the past years than many thought, it is only because those who doubted it misjudged this political dimension. They underestimated the political underpinnings of our union, the ties between its members, and the amount of political capital that has been invested in it.

Yet it is clear that, for all its resilience, our union is still incomplete.”

Stability and Prosperity in Monetary Union, Discorso di Mario Draghi, Presidente della BCE all'Università di Helsinki, Helsinki, 27.11.2014

Politiche e istituzioni per eliminare crisi di fiducia

- Nella prima lezione abbiamo studiato il problema della vulnerabilità a crisi di fiducia dovute a profezie (di default) che si auto-realizzano. Abbiamo anche visto come una istituzione ufficiale con risorse e leva finanziaria sufficiente possa offrire un rete di protezione finanziaria che eliminare il problema, senza necessariamente intervenire sul mercato dei titoli.
- In questa seconda lezione discuteremo aspetti istituzionali. In particolare, studieremo il ruolo della banca centrale (ovvero il backstop monetario), in generale e nell'esperienza nell'area dell'euro.

Backstop: critiche, trade-offs e architettura istituzionale

Backstop: critiche e architettura istituzionale

La istituzione di una rete di protezione finanziaria deve confrontarsi con almeno cinque punti critici.

1. **Limiti analitici nella valutazione della sostenibilità:** in pratica, è molto difficile stabilire se una crisi di rischio sovrano sia dovuta a aspettative arbitrarie, o a una valutazione razionale dei fondamentali dell'economia.
 - Poiché possono esserci divergenze nella valutazione del tipo di crisi, è possibile che il prestatore ufficiale debba intervenire ex post per calmare il mercato, correndo il rischio di intervenire quando il debito è insostenibile (anche qualora interventi in questo caso siano desiderabili dal punto di vista sociale, non rientrano nella funzione del backstop).
 - Questo rischio crea la necessità di definire “condizionalità” e “analisi di sostenibilità per “proteggere le risorse del prestatore” ma anche per migliorare le prospettive di successo degli interventi.

Backstop: critiche e architettura istituzionale

2. **Default fondamentale con probabilità positiva:**

l'eliminazione delle crisi determinate da profezie che si auto-realizzano non esclude necessariamente crisi dovute al deterioramento dei “fondamentali”. Nel nostro modello, l'economia può essere solo in uno stato di recessione o in uno di espansione. Supponiamo che esista una terza possibilità: con bassa probabilità, può verificarsi un disastro che pregiudica la solvibilità del paese. Se il prestatore ufficiale interviene ex ante, anche se con bassa probabilità, “mette in gioco il denaro dei contribuenti”.

- Se la possibilità di perdite mina la volontà di intervento del prestatore, la credibilità e quindi l'efficacia della rete potrebbe essere compromessa.
- La credibilità della rete richiede che il prestatore goda di garanzie di bilancio.

Backstop: critiche e architettura istituzionale

3. **Moral Hazard:** una tesi diffusa è che l'eliminazione di crisi dovute a profezie che si autorealizzano indebolisca gli incentivi ad attuare politiche e riforme desiderabili ma costose.
- Tale critica non è logicamente corretta. Proteggere l'economia da crisi di fiducia aumenta i benefici attesi di politiche e riforme (perché questi benefici sarebbero ridotti in caso di crisi). Semmai, il backstop rafforza gli incentivi a adottare tali misure (vedi Corsetti Guimaraes Roubini 2006; Morris and Shin 2006; Corsetti Dedola 2011)
 - E' bene ricordare che, nella misura in cui il prestatore riesce a influenzare i mercati senza bisogno di acquistare debito, non avviene alcun trasferimento di risorse. Nel caso in cui intervenga con successo, il prestatore fa profitti—il trasferimento è negativo.

Preoccupazioni relative al “rischio morale ” rimangono tuttavia giustificabili in riferimento a distorsioni istituzionali dinamiche.

Backstop: critiche e architettura istituzionale

- 4. Vulnerabilità dinamica alle crisi fondamentali:** se protetti da un rete di protezione, i governi hanno meno incentivi a contenere il loro indebitamento. Se espandono il debito fino a portare il fabbisogno al limite superiore della regione di equilibri multipli, dinamicamente, un alto indebitamento aumenta la vulnerabilità a shock fondamentali avversi (quali recessioni persistenti).
 - Questa critica motiva regole e "patti" che limitino l'accumulazione di debito.
- 5. Distorsioni di "political economy":** una volta istituito un prestatore ufficiale con risorse finanziarie, i paesi eserciteranno forti pressioni per ottenere un finanziamento monetario del disavanzo ben oltre l'obiettivo di escludere crisi di fiducia.
 - Questa critica richiama l'attenzione sulla necessità di definire chiaramente obiettivi, budget e quadro istituzionale del prestatore ufficiale.

I trade-off di politica economica definiti da queste critiche

- Tutte le politiche si confrontano con “trade-off” tra differenti obiettivi. Nel caso del backstop, i trade-off sono tra stabilità finanziaria, redistribuzione non desiderabile (difesa del denaro dei contribuenti), e possibili incentivi e distorsioni controproducenti—il moral hazard del debitore e del creditore.
- Una lezione importante è che una rete di protezione finanziaria deve essere costruita con attenzione.
- Negare l'esistenza dei trade-off è molto pericoloso.
 - Ignorare il moral hazard e dare garanzie di liquidità in bianco è tanto destabilizzante quanto assolutizzare il moral hazard e negare il problema delle crisi di liquidità.
 - Queste due strategie estreme finiscono per avere lo stesso effetto: quello di moltiplicare le crisi e l'instabilità di natura fondamentale.

Backstop monetario

E' possibile che la rete di protezione sia offerta dalla banca centrale?

La risposta è tutt'altro che ovvia...

la banca centrale non è un'istituzione internazionale con può attingere a risorse esterne al paese.

...ma positiva. Per spiegare il motivo, Krugman parla di “Printing Press Mystery” (New York Times blog, 17 Aug 2011).

- In un regime di moneta a corso forzoso, le passività della banca centrale consistono principalmente di riserve bancarie, che vengono pagate in futuro con emissione di base monetaria.
- poiché la banca centrale può sempre stampare moneta, anche quando gli investitori coordinano le aspettative su un equilibrio di rischio sovrano, le passività delle banche centrali sono generalmente considerate attività prive di rischio di default.

“The mystery of the printing press”



Traduzione in inglese statunitense



Il backstop monetario

La banca centrale segnala ai mercati che è pronta a acquistare titoli di stato al prezzo $Q_t^{CB} \geq Q_{t+1}^{market}$. Data l'identità di bilancio:

$$FN_t = G_t - T_t + B_t = Q_t^{market} B_{t+1}^{market} + Q_t^{CB} B_{t+1}^{CB}$$

con acquisti di titoli B_{t+1}^{CB} su scala sufficiente, le autorità monetarie possono sempre evitare che lo stock di debito aumenti al di sopra della soglia B^{Max} anche qualora gli investitori siano disposti acquistare solo al prezzo Q_t^{risky} . La condizione di scala è

$$B_{t+1}^{market} + B_{t+1}^{CB} = \frac{FN_t - Q_t^{CB} B_{t+1}^{CB}}{Q_t^{market}} + B_{t+1}^{CB} < B^{Max}$$

L'unico prezzo di equilibrio è:

$$Q_{t+1}^{market} = Q_t^{CB} = 1$$

La precondizione per un backstop monetario

- La banca centrale finanzia gli acquisti di titoli emettendo passività monetarie \mathcal{M}_{t+1}^{CB} .

$$\uparrow (Q_t^{CB} \mathcal{B}_{t+1}^{CB}) = \uparrow (\mathcal{M}_{t+1}^{CB})$$

Si noti che, dato \mathcal{B}_{t+1} , gli investitori privati detengono debito pubblico direttamente $\mathcal{B}_{t+1}^{market}$ e indirettamente, attraverso la moneta e le riserve delle banche \mathcal{M}_{t+1}^{CB} .

- Sia \mathcal{B}_{t+1} sia \mathcal{M}_{t+1} sono simmetricamente esposti al rischio di inflazione, ma per \mathcal{M}_{t+1} non c'è il rischio di default sul valore nominale. Questo differenziale di rischio si riflette nel differenziale di prezzo tra titoli di stato e passività monetarie, ed è la precondizione perché sia possibile un backstop monetario.

L'esperienza dei paesi industrializzati

“Public debt is in aggregate not higher in the euro area than in the US or Japan... The central bank in those countries could act and has acted as a **backstop for government funding**. This is an important reason why markets spared their fiscal authorities the loss of confidence that constrained many euro area governments' market access.”

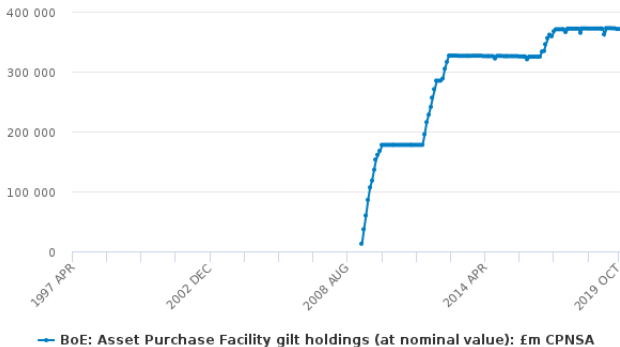
Mario Draghi, Jackson Hole Speech, August 22, 2014.

- Abbiamo visto che una rete di protezione efficace può funzionare senza alcun acquisto di titoli.
- Durante la crisi negli ultimi anni, molti paesi hanno adottato politiche di Quantitative Easing (QE) su vasta scala. E' possibile che, tra gli obiettivi di QE, ci sia stato anche quello di assicurare i mercati sulla credibilità e efficacia delle reti di protezione finanziaria?

L'esperienza del Regno Unito

L'acquisto di titoli da parte della Banca d'Inghilterra

Asset Purchase Facility: Gilt holdings (milioni di sterline)



<https://www.bankofengland.co.uk/asset-purchase-facility/2019/2019-q3>

“Quantitative Easing” e backstops

Nella sua Per Jacobsson lecture del 2013, Jean-Claude Trichet (già presidente della BCE) scriveva:

“I think we have to reflect more on the reason why the purchases of Treasuries appeared appropriate in the aftermath of the crisis despite the paradox that they seem to have a modest effect on the economy as a whole ... Such purchases might have played **the role of an insurance policy against any start of materialization of the ultimate tail risk: the challenge to sovereign signatures** (not only the weakest European ones).

The counterfactual is naturally impossible to figure out. But it is illegitimate to wonder what could have happened, in the past three years, if a number of central banks had not purchased any Treasuries, at a moment when investors and savers, losing confidence, were starting to put into question all signatures, including the traditionally unchallengeable risk-free?”

Il backstop monetario crea rischi di inflazione?

Crisi esclusivamente di fiducia

Vanno distinti due casi. Nel caso in cui una crisi è dovuta esclusivamente a profezie che si auto-realizzano, una volta che la rete di protezione finanziaria elimina l'equilibrio di crisi, non c'è rischio di solvibilità.

- In equilibrio, il governo ripaga tutti i creditori, compresa la banca centrale, in ogni circostanza. Pertanto, anche qualora la banca centrale avesse acquistato debito pubblico, non subirebbe alcuna "perdita".
- Una volta che il tesoro ripaga la banca, questa può utilizzare gli introiti per "riacquistare" le proprie passività, riducendo lo stock di riserve in circolazione senza necessità di "stampare denaro".
- Il backstop non interferisce affatto con la capacità delle autorità monetarie di perseguire i propri obiettivi di inflazione e occupazione.

Il backstop monetario crea rischi di inflazione?

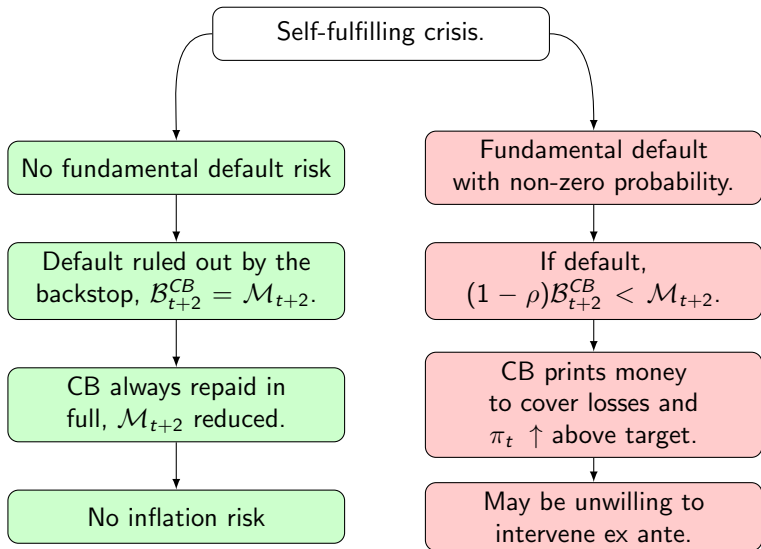
Probabilità positiva di crisi fondamentale

L'analisi è più complessa nel caso in cui, acquistando titoli, la banca centrale espone il proprio bilancio al rischio di perdite per la possibilità di default fondamentale indipendente dalle crisi di fiducia.

- Se il governo ristruttura il debito e crea perdite per la BC, questa può continuare a onorare le proprie passività verso le banche e il pubblico stampando moneta.
- Ma stampare moneta in questo caso non può che generare inflazione. Pertanto, acquistando debito pubblico la banca centrale corre il rischio di non poter raggiungere i propri obiettivi.
- Questo rischio può rendere la BC riluttante a intervenire ex ante. In altre parole, gli investitori potrebbero dubitare che, in caso di crisi di fiducia, la BC sia pronta a intervenire acquistando titoli.

Il backstop monetario crea rischi di inflazione?

Uno schema



perché il backstop monetario sia credibile, occorre che la banca possa contare su un sostegno fiscale

Per evitare che il backstop perda credibilità:

- una possibile soluzione è che il governo paghi sempre per intero il debito detenuto dalla banca centrale, che diverrebbe *de facto* o *de iure* un creditore senior.
- oppure il governo può impegnarsi a "ricapitalizzare" la banca centrale, compensando le sue perdite.

Dovrebbe essere chiaro a questo punto che il backstop monetario è parte delle politiche monetarie non convenzionali, in particolare delle cosiddette "politiche di bilancio" della banca centrale, come il "Quantitative Easing". Di queste politiche il backstop condivide i problemi.

Il backstop in una trappola di liquidità e in periodi normali

Dopo la crisi globale, i paesi avanzati sono entrati in una "trappola della liquidità", con tassi ufficiali a lungo vicini allo zero.

- In una trappola della liquidità, purchè rimangano privi di rischio di insolvenza, i titoli di stato pagano lo stesso tasso di interesse (zero) delle passività monetarie. Nell'equilibrio virtuoso, denaro e debito sono stretti sostituti. La banca centrale può finanziare ingenti acquisti di debito senza conseguenze sul livello dei prezzi.

E al di fuori della trappola di liquidità?

- Le banche centrali hanno la possibilità di remunerare le riserve bancarie a un tasso di interesse positivo. Fissando opportunamente questo tasso, la banca centrale rimane in grado di aumentare le proprie passività senza effetti sul livello dei prezzi.

Il ruolo dei regimi di politica monetaria e fiscale

Nei paesi avanzati, le banche centrali offrono una rete di protezione finanziaria al tesoro senza che questa funzione sia necessariamente formalizzata—rimane implicita nell'obiettivo generale di contribuire alla stabilità finanziaria e macroeconomica. Ma questo non vuol dire che non esistano precondizioni istituzionali specifiche.

- Il backstop monetario è problematico in un regime in cui la politica monetaria è gestita dal Tesoro, laddove la banca centrale è tenuta a finanziare il fabbisogno. Non solo questo regime crea inflazione alta e inefficiente (anche ai fini fiscali).
- Un problema chiave è la possibilità che gli equilibri multipli si manifestino nel tasso di inflazione. Aspettative arbitrarie di inflazione per ridurre il valore reale dei titoli pubblici nominali fanno aumentare tassi di interesse nominali e la dinamica del debito. Ex post, l'inflazione rimane alta perché fabbisogno e debito rimangono alti.

Il ruolo dei regimi di politica monetaria e fiscale

- Un backstop monetario può invece funzionare in un regime dove la banca centrale è indipendente con un mandato che includa la stabilità dei prezzi, a riflettere le preferenze della società per una bassa inflazione.
- Il Tesoro rimane responsabile del mantenimento di un bilancio sostenibile coerente con la piena occupazione e, in una trappola di liquidità, con gli obiettivi di inflazione.
- Come abbiamo visto, per essere efficace il backstop richiede comunque che il tesoro sia disposto a ripianare potenziali perdite della banca centrale.

Il ruolo dei regimi di politica monetaria e fiscale

- Differente è il caso di un'unione monetaria in cui la politica monetaria è ben definita e credibile, ma gli stati membri mantengono la propria indipendenza fiscale. Il problema è che le autorità fiscali non (necessariamente) internalizzano gli effetti delle loro decisioni sull'attività economica e la stabilità finanziaria a livello aggregato (quindi possono adottare espansioni o contrazioni eccessive).
- Da un lato, la dimensione della BCE rispetto agli stati membri è un vantaggio: se il paese in difficoltà è piccolo, la BCE può intervenire sul mercato del debito sterilizzando gli interventi, ovvero senza aumentare le dimensioni del suo bilancio.
- Dall'altro, l'indipendenza fiscale rende il backstop ben più controverso, per il rischio che la BCE finisca col finanziare disavanzi pubblici in violazione della costituzione economica dell'euro.

L'unione monetaria incompleta

Nell'urgenza di creare l'euro dopo le turbolenze valutarie nei prima metà degli '90, al vertice di Madrid del 1995 i governi europei decisero di “rinviare” il problema, concordando una costituzione economica dell'EMU minimalista basata su tre pilastri:

1. Legge costitutiva della BCE—stabilità dei prezzi e indipendenza della banca centrale.
 - ...esclude il finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio.
2. Patto di stabilità e crescita (SPG)
 - ... stipula che i deficit pubblici e il debito devono essere mantenuti sufficientemente bassi da avere un rischio minimo di crisi di rischio sovrano.
 - Ma abbiamo visto che, senza un backstop, i mercati del debito sono intrinsecamente esposti all'instabilità.

L'unione monetaria incompleta

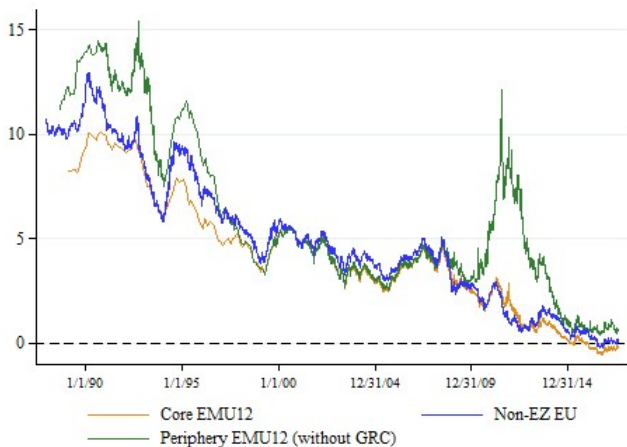
3. “No bailout clause” (clausola di divieto di salvataggio finanziario)

- ... stipula che gli Stati membri non devono ricevere o offrire trasferimenti esterni in caso di crisi.
- Ma abbiamo visto che la regola è incompatibile con la solidarietà auto-interessata.

Nessuna procedura o principio per gestire le crisi di liquidità o fondamentali, o per avviare la costruzione di un'unione bancaria.

Il backstop monetario nell'area dell'euro

Il rischio sovrano nell'Unione Europea



La valutazione della BCE nel 1992

“The assessment of the Governing Council is that we are in [...] a “bad equilibrium”, namely an equilibrium where you may have self-fulfilling expectations that feed upon themselves and generate very adverse scenarios. So, there is a case for intervening, in a sense, to “break” these expectations, which, by the way, do not concern only the specific countries, but the euro area as a whole. And this would justify the intervention of the central bank.”

ECB Press Conference, Transcript from the Q&A, September 6 2012

- La BCE considera una rete di protezione finanziaria necessaria e urgente per garantire l'integrità dello spazio economico e finanziario dell'unione monetaria, e eliminare il rischio di ri-denominazione (breakup risk) e/o default dovuto a profezie che si auto-realizzano.

Il programma di Transazioni Monetarie Definitive

Outright Monetary Transactions

- Con le OMTs, la BCE può avviare acquisti illimitati di titoli pubblici con maturità residua da uno a tre anni emessi da un paese in difficoltà, a condizione che il paese richieda aiuto al Meccanismo Europeo di Stabilità (MES).
 - il valore complessivo di questi titoli nel 2012 non superava il 20-30% del PIL dell'unione.
- Un programma con il MES implica condizionalità: il paese si impegna a adottare politiche e attuare riforme di bilancio e/o strutturali coerenti con la sostenibilità.
 - Per ridurre il moral hazard.
- Gli acquisti della BCE devono essere sterilizzati.
 - Per eliminare il rischio di perdita di controllo sugli aggregati monetari.

A oggi il programma è stato efficace senza alcun acquisto di titoli.

Una valutazione del successo delle OMTs

“When we all look back at what OMT has produced, frankly when you look at the data, it’s really very hard not to state that OMT has been probably the *most successful monetary policy measure undertaken in recent time.*”

Mario Draghi, ECB Press Conference, Q&A, June 6 2013.

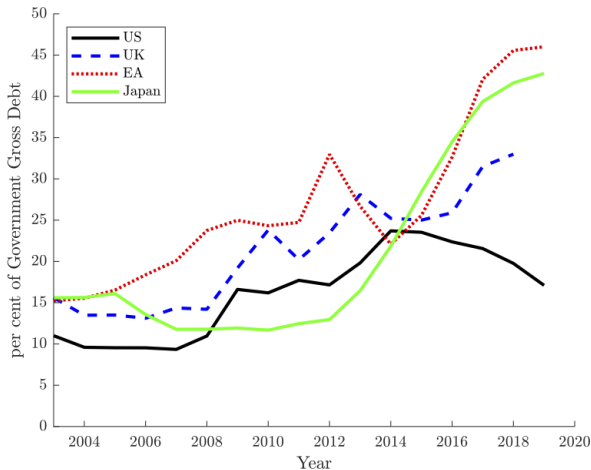
- Come noto, l’introduzione del programma è stata segnata da forti critiche, che ricalcano i cinque punti discussi all’inizio della presentazione.
- A queste critiche si sono spesso aggiunti considerazioni irragionevoli di segno opposto, per un uso improprio del programma—ad esempio a sostegno della Grecia, quando quasi tutto il debito di questo paese era già diventato istituzionale e/o intergovernativo (le OMTs riguarda il coordinamento delle aspettative degli operatori di mercato, non dei governi!).

OMTs & QE

- Il superamento di queste critiche e l'impatto positivo delle OMTs mostrano tuttavia che il processo politico di riforma dell'EA può essere in grado di produrre soluzioni sostenibili, teoricamente coerenti e di buon senso.
- Le OMTs non sono l'unico programma attivato dalla BCE sul mercato del debito sovrano. Con il persistere della recessione dell'economia EA, la BCE si è anche impegnata in un sostanziale programma di QE con acquisti di debito pubblico.
 - Gli acquisti sono mirati a un paniere di debito nazionale con pesi predefiniti. Riducendo il livello dei tassi di interesse, il programma aiuta a contenere gli spread, senza tuttavia eliminarli.

I bilanci delle banche centrali: un confronto

I bilanci in percentuale del debito pubblico



Le OMTs e il processo di riforma dell'area dell'euro

- L'attuale dibattito su come riformare le istituzioni dell'area dell'euro deve riconoscere l'importanza di offrire una rete di protezione finanziaria contro crisi di fiducia—e definire il grado desiderabile di solidarietà, contenendo al contempo possibili conseguenze di "rischio morale".
- Sarebbe un grave errore che in questo processo la credibilità delle OMTs fosse compromessa, senza che vengano attivati altri strumenti o programmi ugualmente efficaci e affidabili.

Come sostenere la domanda aggregata in presenza di “tail risk”

Cosa serve per sostenere la domanda aggregata?

- La crisi in atto dimostra che a seguito di un forte shock i tassi nominali possono rimanere al loro limite inferiore per un lungo periodo di tempo.
- In una trappola di liquidità, la banca centrale ricorre a strumenti monetari non convenzionali come la “forward guidance” e il QE, ma questi possono rivelarsi insufficienti a stabilizzare l’economia. La banca centrale può perdere la capacità di governare la dinamica del PIL e dei prezzi.
- In questa situazione, è necessario che la politica monetaria e fiscale agiscano di concerto.

Il programma OMTs è essenziale ma insufficiente

- Il programma OMT ha eliminato o almeno ridotto la vulnerabilità dell'AE a crisi di fiducia, ma il programma di per sé non è in grado di creare le condizioni per una politica fiscale sufficientemente espansiva.
 - Il motivo è che, come preconditione per le OMT, la politica fiscale di un paese deve essere pre-approvata dagli altri stati membri, ed è quasi certo che in questo passaggio al paese venga richiesto di attuare misure restrittive.
 - In pratica, le politiche fiscali sono rimaste restrittive dopo l'avvio del programma OMTs, in linea con le politiche che presumibilmente sarebbero state necessarie per attivare gli acquisti dei titoli da parte della BCE.

La riforma dell'AE

Una riforma è urgente e necessaria, ma non esistono soluzioni semplici. Il quadro qui sotto è tratto dal quaderno della BCE 1988/2016.

Desirable reforms should:		
Ensure macroeconomic stabilization.	Strengthen fiscal discipline to reduce moral hazard.	Prevent self-fulfilling runs on members' sovereign debt.
Any reform will have to deal with challenges:		
Democratic legitimacy and accountability of any centralized institution.	Credibility of fiscal discipline mechanisms.	Sovereign debt restructuring as a last resort without prejudice for stability & participation in EA.

Una possibile soluzione: un fondo attivo in situazioni di “tail risk”

Un vincolo nel processo di riforma della AE è l'opposizione di molti stati membri alla mutualizzazione del debito tramite la creazione di Eurobonds.

- Alla luce dell'esperienza dei paesi avanzati, sarebbe naturale pensare che gli eurobond godrebbero delle garanzie della BCE. Ovvero, la rete di protezione finanziaria avrebbe l'ulteriore effetto di rendere gli eurobond “non-defaultable”.
 - Un titolo è “non-defaultable” quando la banca centrale assicura che a scadenza sia sempre convertibile in valuta alla pari, analogamente alle riserve bancarie.
- Mentre l'accesso agli eurobond da parte di autorità fiscali indipendenti crea distorsioni e incentivi perversi in situazioni normali, l'impossibilità di emettere titoli “non-defaultable” crea una criticità pericolosa quando circostanze eccezionali minacciano la stabilità dell'AE.

Una possibile soluzione: un fondo attivo in situazioni di “tail risk”

- L'area dell'euro potrebbe affidare a un'istituzione — un fondo (o istituto fiscale) — con legittimità democratica l'autorità di dichiarare che è necessaria un'espansione fiscale motivata da circostanze eccezionali, anche in deroga del Patto di Stabilità;
- Questo fondo acquisterebbe titoli di stato nazionali nel mercato primario, finanziandosi con l'emissione di titoli il cui valore nominale sarebbe garantito della BCE;
 - i titoli emessi dal fondo, che coesisterebbero con il debito pubblico nazionale, sarebbero emessi per sostenere la politica fiscale in circostanze eccezionali.
- Il fondo dovrebbe avere poteri (limitati) di imposizione fiscale.
- La BCE dovrebbe godere di garanzie fiscali in modo che i suoi interventi sul mercato non interferiscano con gli obiettivi di inflazione.

Una possibile soluzione: un fondo attivo in situazioni di “tail risk”

Gli elementi necessari al funzionamento del fondo:

- parametri di sostenibilità che gli stati membri devono soddisfare come preconditione per accedere al fondo;
- un quadro istituzionale che garantisca che, se e quando un paese decide di ristrutturare il proprio debito come ultima ratio, questo avvenga per quanto possibile in modo ordinato, senza pregiudicare la partecipazione del paese nell'UE e nell'EA.

Per una discussione e valutazione critica, si veda BCE WP 1988/2016.

Considerazioni conclusive

- Capire come la politica fiscale possa essere attivata efficacemente in circostanze eccezionali di recessione persistente (o secondo alcuni, di stagnazione secolare) è un problema condiviso da molti paesi anche al di fuori dell'AE.
- Ma il problema è più grave e urgente nell'AE.
- Dopo anni di polarizzazione e frammentazione dello spazio economico e finanziario dell'AE, non è una sorpresa che il processo di riforma dell'unione sia complicato da una contrapposizione opportunistica di interessi nazionali di parte.
- Ma proprio per questo è bene non dimenticare che il processo di riforma ha un'importante drive intellettuale. È difficile riformare la AE se non capiamo quale modello di unione monetaria sia sostenibile—in particolare, come ottimizzare i “trade-off” discussi all'inizio della lezione.

Considerazioni conclusive

- I problemi emersi nei primi vent'anni dell'euro non sono facilmente inquadrabili nella teoria tradizionale, quale la teoria delle Aree Monetarie Ottimali.
- Ad esempio, questa teoria insiste sul punto che la stabilizzazione delle economie nazionali in un'unione monetaria richiede un alto grado di diversificazione del rischio macroeconomico, via mercati finanziari e/o politica fiscale comune.
- Quello che la teoria tradizionale non dice è che una unione monetaria può creare "tail risk", se l'introduzione della moneta non viene accompagnata dall'istituzione di una rete di protezione finanziaria efficace.
- Concludo con uno schema (parziale) che articola le dimensioni coinvolte nel passaggio da una moneta nazionale a una moneta unica. Se qualcuno di voi è interessato a perseguire quest'area di ricerca, c'è ancora molto lavoro da fare.

Dimensioni del passaggio alla moneta unica

	Politica monetaria nazionale	Area dell'euro
Strumenti	Anche quando partecipa in un Sistema di cambi fissi, il paese ha l'opzione di recuperare almeno temporaneamente un politica monetaria autonomia svalutando.	La politica monetaria e' comune
	Rete di protezione finanziaria, ma anche possibilita' di equilibri multipli di inflazione	Nell'AE, la rete non e' disponibile prima del 2012, quando la BCE lancia il programma OMTs. Perche' la BCE intervenga a favore di un paese, e' necessario che questo richieda l'assistenza del Meccanismo Europeo di Stabilita' (MES).
	Prestatore di ultima istanza alle banche con garanzia del tesoro	Prestatore di ultima istanza alle banche con garanzia nazionali. L'unione bancaria in via di completamento.
	QE	QE sogetta al vincolo dell'acquisto congiunto dei debiti nazionali

Dimensioni del passaggio alla moneta unica

	Politica monetaria nazionale	Euro Area
Margini di aggiustamento (e obiettivi)	Tasso di cambio bilaterale	Tasso di cambio dell'euro
	Inflazione e livello dei prezzi di breve e lungo periodo nella valuta nazionale	Inflazione nazionale nel breve periodo ma deviazioni limitate dal livello comune dei prezzi nell'AE nel lungo periodo (in funzione della produttività e livello di reddito)
Vincoli sugli strumenti	Effective (zero) lower bound	Effective (zero) lower bound
	Indipendenza della banca centrale	Indipendenza della banca centrale e divieto di finanziamento del disavanzo.
	Riserve internazionali	Con politiche fiscali indipendenti, interventi della BCE non possono rendere il debito di un paese "non-defaultable"
Liquidita' internazionale	FMI, bilaterale	Meccanismo Europeo di Stabilita' (MES), (FMI), bilaterale