

Cap. 6 Come completare una UM

- Completare un'UM significa andare verso una maggiore unione politica; è però chiaro che oggi in Europa manca questa volontà.
- È possibile quindi procedere per politiche di piccoli passi volte a creare una struttura che consenta di mantenere più stabile l'UM.

Lezione precedente:

la mancanza di fiducia porta il paese alla svalutazione o all'inadempienza.

Tale fragilità è problematica per la sostenibilità delle Unioni monetarie incomplete: nel caso dell'eurozona tale fragilità ha determinato una situazione in cui diversi paesi adottando un pesante regime di austerità sono precipitati in un cattivo equilibrio

Il problema identificato in precedenza: «i mercati finanziari possono portare i paesi di un'unione monetaria in un cattivo equilibrio che è il risultato di un meccanismo che sia autoavvera»

Trattasi di un : **fallimento di coordinamento**: il mercato **non riesce a coordinare le azioni** che portano al miglior risultato possibile. Al contempo **però coordina il comportamento degli agenti finanziari** in modo tale che esso porta ad un cattivo equilibrio

- È possibile quindi procedere per politiche di piccoli passi volte a creare una struttura che consenta di mantenere più stabile l'UM.
- Serve quindi un'azione collettiva che riporti tutto verso un buon equilibrio.
- Questa azione può essere svolta a **due livelli:**
 - a **livello delle banche centrali**
 - e **a livello dei governi**

- **Livello banca centrale** come prestatore di ultima istanza, come soluzioni a crisi (breve periodo)
- **Livello di governo**: consolidamento del debito e dei bilanci pubblici, soluzione strutturale (medio lungo periodo)

1. BCE: prestatore di ultima istanza

- La differenza che vi è tra un'unione monetaria completa e non, risiede nel fatto che la prima è caratterizzata da un'unione di bilancio, mentre nella seconda, ogni paese mantiene la propria politica di bilancio indipendente.
- Altro problema dell'UMI è che, gli investitori che acquistano titoli del debito pubblico non hanno la certezza che lo stato sia sempre adempiente agli impegni del debito sovrano.

I governi nazionali emettono titoli del debito pubblico con una moneta sulla quale non hanno alcun controllo diretto.

- Tale incertezza fa sì che i governi siano soggetti ad attacchi speculativi degli investitori, i quali se pensano che il governo sarà inadempiente, inizieranno a vendere i titoli facendo aumentare il tasso di interesse.
- L'aumento del tasso di interesse porta ad una crescita del disavanzo del deficit di bilancio, al quale conseguirà un'intensificazione del programma di austerità con tagli alla spesa pubblica ed aumenti delle imposte, per far sì che lo stato non incorra in una crisi di liquidità.

- Uno scenario del genere, non si verificherebbe se i paesi di un'unione monetaria potessero essere sicuri del fatto che, la banca centrale, fornisse sempre liquidità corrente per rimborsare alla scadenza i detentori dei titoli di stato, proprio come avviene nei paesi indipendenti. In questo modo si potrebbero anche evitare vendite speculative da parte dei detentori di titoli di stato.

- Nei paesi monetariamente indipendenti le crisi di liquidità vengono evitate
- Tutto questo, può essere realizzato anche all'interno di un'unione monetaria incompleta, quando la banca centrale assume **il ruolo di prestatore di ultima istanza**

- La Banca, cioè, **assicura di garantire liquidità ai governi quando ne hanno bisogno.**
- Si crea una garanzia implicita per i detentori di debito pubblico che saranno sempre rimborsati allo scadere del titolo.
- Eliminata la minaccia di incorrere in una crisi di liquidità diventa difficile per il mercato spingere i paesi membri verso cattivi equilibri.
- La BC riuscirà quasi sempre a prevenire le corse agli sportelli, cosicchè raramente dovrà intervenire per fornire contanti alle banche

Nel Sett. 2012 la BCE ha acquisito questa funzione: Operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions -acquisto "illimitato" di titoli del debito pubblico a breve scadenza- OMT).

Impegno ad acquistare quantità illimitate di titoli pubblici in caso di crisi

Soggette a condizionalità: I paesi che **lo chiedono devono accettare un programma di austerità**

Effetto annuncio: dal momento che la BCE annunciò di iniziare a compiere interventi illimitati gli spread si sono ridotti, senza che la BCE dovesse intervenire; si impedì alla crisi greca di propagarsi in altri mercati obbligazionari.

3 Critiche

- L'idea che la BCE debba svolgere il ruolo di prestatore di ultima istanza è oggetto di critiche, (Corte di giustizia tedesca deferisce il caso alla corte europea: infrazione dell'articolo che vieta alla BCE di finanziare i governi (politica fiscale) che creerebbe:
 - Rischio di inflazione
 - Azzardo morale
 - Implicazioni fiscali

Inflazione

La prima argomentazione contraria, riguardava il fatto che Quando la BCE iniziò a comprare titoli di stato nel 2010, si disse che tale manovra avrebbe portato ad un aumento della massa monetaria e quindi all'inflazione. Ma come sosteneva Friedman, non sempre un aumento della massa monetaria porta ad un aumento dell'inflazione, inoltre quando la banca centrale acquista titoli, accresce la base monetaria (circolante e depositi delle banche presso la banca centrale), che non si traduce automaticamente in un aumento della massa monetaria (M3)

Nella crisi, la BC deve fornire liquidità, ma

aumenta la preferenza per la liquidità [trappola della liquidità?]

Le banche non prestano perché avverse al rischio

Il moltiplicatore monetario cade

- La seconda argomentazione contraria è che:
- se la BCE decidesse di non fornire contanti, si potrebbe arrivare ad una forte depressione e quindi ad una corsa agli sportelli, l'inflazione potrebbe crearsi quando si passerebbe in un periodo di espansione; ma a quel punto la BCE può riassorbire la liquidità in eccesso fornita in precedenza vendendo titoli o aumentando la riserva obbligatoria

Implicazioni fiscali

Una seconda critica è che questo comportamento potrebbe avere conseguenze fiscali:

Se il governo manca di servire il debito allora la BC subisce perdite a cui derivano aumenti delle imposte a carico dei contribuenti.

Ma questo è il rischio che si corre per tutte le operazioni di mercato aperto che compie la BC; perciò per impedire del tutto che si verifichi questo rischio bisogna abbandonare tutte le operazioni di mercato aperto.

- Riassumendo
 - **Conseguenze fiscali: possibilità di perdite sui titoli acquistati: è possibile? Sì (ogni operazione di mercato aperto implica un rischio)**
 - **È rilevante? No. La BC è sempre liquida e solvibile (non c'è necessità di «ricapitalizzare» la BC)**

Azzardo morale

- Altra critica è che l'acquisto da parte della BCE di titoli di stato potrebbe portare a un rischio di moral hazard. I paesi avendo la garanzia di un prestatore di ultima istanza, sarebbero incentivati ad indebitarsi. È un rischio che potrebbe essere facilmente evitato imponendo limiti alla possibilità dei governi di indebitarsi, proprio come avviene all'interno del sistema bancario

2. Consolidamento del bilancio e del debito

Il secondo elemento costitutivo del completamento di un'UM è il bilancio.

Consolidare parte dei bilanci e dei debiti pubblici nazionali affinché si crei un'autorità fiscale comune che può emettere strumenti di debito in una moneta che è sotto il suo controllo e poi si potrebbe organizzare un meccanismo di trasferimenti automatici.

Il bilancio consolidato permetterebbe di trasferire automaticamente reddito dagli stati membri che si trovano in buone condizioni, verso quegli stati investiti da shock negativi

- Il consolidamento dei debiti pubblici nazionali in un unico debito europeo, ridurrebbe la fragilità dell'UEM, consentendo di contrastare al meglio le ondate di sfiducia dei mercati, difficilmente gestibili da un governo che non dispone di una politica monetaria indipendente

- Oggi però in Europa manca la volontà di una forte unione politica, che è necessaria per il mantenimento dell'UM nel lungo periodo. Manca cioè la cosiddetta “variabile profonda”, il senso di un fine comune

Una strategia di piccoli passi

- Si può iniziare a procedere per piccoli passi:
un primo passo consiste **nell'emissione congiunta di euroobbligazioni** per rendere tutti i paesi solidalmente responsabili del debito e per proteggere i paesi da crisi di liquidità.

Questo sistema ha riscontrato forti ostacoli perché porterebbe ad azzardo morale.

Un secondo passo si avrebbe con la **costituzione di un'unione bancaria** che consentisse di ripartire fra l'intera unione il costo della risoluzione delle crisi, come avviene negli Stati Uniti.

Coordinamento delle politiche: 2011 «Six Pack»

- Per consolidare ancora di più l'unione politica si fissano alcuni vincoli sulle politiche di bilancio ed economiche nazionali dei paesi membri dell'Eurozona.
- Data la sua difficoltà, si è proceduto per piccoli passi adottando innanzitutto un pacchetto di misure chiamate “**six pack**” che rafforza il controllo sulle politiche di bilancio nazionali e coordina le politiche macroeconomiche.

- **Queste misure comprendono:**
- un rafforzamento del controllo reciproco sulla situazione di bilancio di ciascun paese membro (il Patto di stabilità e crescita), e una procedura sanzionatoria più forte;
- il semestre europeo, che obbliga i governi nazionali a presentare i loro bilanci annuali alla Commissione europea prima di sottoporli all'approvazione dei parlamenti nazionali (si concentra nei primi 6 mesi dell'anno); 3 nuclei: riforme strutturali, politiche di bilancio, squilibri macroec.
<http://www.consilium.europa.eu/it/policies/european-semester/>
- il monitoraggio di numerose variabili macroeconomiche (saldo delle partite correnti, misure a favore della competitività, prezzi degli alloggi e credito bancario), mirante a individuare e rettificare squilibri macroeconomici nazionali.
- Sanzioni in caso di mancato rispetto

Two-pack: 2013

[http://europa.eu/rapid/press-](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_it.htm)

[release MEMO-13-457_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_it.htm)

- Il "two-pack" è composto da due regolamenti elaborati per rafforzare ulteriormente l'integrazione e la convergenza economica fra gli Stati membri della zona euro. I regolamenti prendono spunto, completandole, dalle riforme del patto di stabilità e crescita introdotte dal "six-pack", dal quadro europeo per la sorveglianza delle posizioni di bilancio e dal semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche.
- Il primo regolamento si applica a tutti gli Stati membri della zona euro, prevedendo regole specifiche per quelli che rientrano nel braccio correttivo del patto di stabilità e crescita, cioè la procedura per i disavanzi eccessivi.
- Il secondo regolamento definisce norme chiare e semplificate per la sorveglianza rafforzata degli Stati membri che si trovano in gravi difficoltà per quanto riguarda la loro stabilità finanziaria, degli Stati membri che ricevono assistenza finanziaria nonché di quelli il cui programma di assistenza finanziaria giunge a termine.

- Il problema in Europa è che non esiste un'istituzione sovranazionale che possa impedire agli stati di uscire dall'UM, come avviene invece negli Stati Uniti grazie al governo federale. Affinché l'Eurozona possa sopravvivere è quindi necessario che gli stati siano interessati a rimanere all'interno dell'UM. Grazie alla teoria AVO si possono individuare le condizioni che i paesi debbono soddisfare per rendere conveniente un'UM; infatti si possono avere i livelli minimi di simmetria e flessibilità da soddisfare e i livelli minimi di simmetria e integrazione da soddisfare.
- Un ruolo fondamentale lo svolge l'integrazione politica perché grazie ad essa si possono centralizzare i bilanci nazionali a livello dell'unione e quindi avere un unico debito comune; e poi l'unione politica porta a ridurre il rischio di shock asimmetrici di origine politica. L'unione politica porta quindi a ridurre la possibilità di insorgere in crisi di liquidità in singoli stati membri e riduce il grado di asimmetria.
- Tutto ciò porta a sostenibilità di lungo termine delle unioni monetarie.

Quando conviene uscire?

- OCA: condizioni costi-benefici
 - Simmetria
 - Flessibilità
 - Integrazione commerciale (è aumentata? Centro-periferia Sud e Est)
- L'unione politica favorisce la sostenibilità attraverso:
 - Trasferimenti fiscali (assicurazione)
 - Eurobonds
 - Coesione politica che riduce shock « idiosincratici»: politica di bilancio (T e G), salariale

Analisi empirica: divergenza competitiva?

- Salari: aumento nei paesi periferici o riduzione nei paesi centrali?
- E come si deve aggiustare?
- Effetto delle svalutazioni interne: PIL e bilancio pubblico
- Speculazione può peggiorare la situazione in un circolo vizioso
- Efficacia della svalutazione (o reflazione nel paese centrale)