

COSTITUZIONE ECONOMICA E DEMOCRAZIA PLURALISTA

A cura di Marcello Salerno e Marta Ferrara



Itinerari della comparazione

Quaderni della Rivista *Dpce online*

La BCE come fonte di squilibri

Sommario: 1.Introduzione - 2. Atipicità e Criticità della BCE - 3. Conseguenze obiettivo primario - 4. Conseguenze no funzione *LoLR* - 4.1 "*Whatever it takes*" - 5. Conclusioni

1. Introduzione

Una banca centrale è un istituto di emissione pubblica che ha il compito di gestire la politica monetaria dei Paesi o delle aree economiche che condividono la stessa moneta. Tra le sue principali mansioni rientrano la regolamentazione dell'offerta di moneta, il controllo del sistema creditizio e la vigilanza sull'intero sistema bancario. Nell'Unione Economica e Monetaria (UEM) il ruolo di banca centrale è svolto dalla Banca Centrale Europea (BCE), una banca che, per costituzione, può essere definita come "atipica" rispetto alle altre principali banche centrali, per tre ordini di grandezza: i) obiettivo primario, ii) funzione di prestatore di ultima istanza e iii) *governance*. Queste criticità hanno assunto un ruolo fondamentale nella creazione di squilibri all'interno della zona euro in termini macroeconomici (bolla immobiliare) e finanziari (rischio *default*). Il presente lavoro vuole indagare gli effetti di una politica monetaria unica nella creazione di divergenze.

L'obiettivo dello studio è quello di mostrare che l'andamento divergente nei rendimenti dei titoli sovrani della zona euro non è attribuibile in maniera univoca ai fondamentali sottostanti, ma piuttosto al *sentiment* del mercato e dalla capacità d'intervento della BCE. L'analisi vuole mostrare come, una politica incentrata solo sull'obiettivo primario di inflazione pari al 2%, può generare ed amplificare squilibri negli Stati membri. Di fatto, le differenze dei tassi d'interesse reali, hanno avuto un ruolo essenziale per la nascita della bolla immobiliare in Spagna e Irlanda (divergenze macroeconomiche). In aggiunta, analizzando la dinamica degli spread italiani e spagnoli contro i titoli tedeschi, si vuole evidenziare l'importanza del ruolo di prestatore di ultima istanza, assunto in parte dalla BCE con l'operazione *Long-Term Refinancing Operation* (LTRO) e con la famosa frase *Whatever it takes*.

L'articolo è strutturato come segue. Nella prima parte - sezione 2 - verranno analizzate le atipicità e criticità della BCE. La seconda parte- sezione 3 e 4 - si concentrerà sulle conseguenze, quindi creazione di squilibri tra i paesi membri, di una tale strutturazione: i) conseguenze rispetto all'obiettivo primario, ii) conseguenze rispetto alla *non* funzione di prestatore di ultima istanza. Sezione 5 conclusioni.

2. Atipicità e Criticità della BCE

La BCE è una banca centrale strutturalmente atipica. Le criticità riguardano gli obiettivi, la *governance* e la funzione, assente ed esigua, del prestatore di ultima istanza (*LoLR*). Alla BCE è affidato un solo obiettivo primario: la stabilità dei prezzi. L'obiettivo è decretato nell'articolo 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) che fissa un tasso di crescita per i prezzi, misurato dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'intera zona euro o HCPI, al di sotto ma prossimo al 2% nel medio periodo. L'articolo 127 del TFUE afferma poi che la BCE potrà sostenere, senza però compromettere l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, anche quelle politiche che contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi più generali sanciti nell'art. 3 del Trattato sull'Unione Europea (TUE), ossia «uno sviluppo sostenibile dell'Europa basato su una crescita bilanciata, prezzi stabili e un'economia sociale di mercato altamente competitiva volta a perseguire il pieno impiego e il progresso sociale». Inoltre, il TFUE sancisce:

- il divieto di finanziamento monetario diretto da parte della BCE del debito dei singoli paesi membri, pur senza inibire la possibilità di acquisto di vari titoli di debito e strumenti finanziari sul mercato secondario (art. 123);
- il divieto di accesso privilegiato da parte di istituzioni pubbliche o governi alle istituzioni finanziarie (art. 124);
- la clausola di *no-bailout* (art. 125).

Tali limitazione caratterizzano la BCE come una banca centrale singolare rispetto ad altre banche centrali come la FED negli Stati Uniti o la BoE nel Regno Unito. Innanzitutto, l'obiettivo primario è più circoscritto e centrato sulla sola stabilità dei prezzi, essendo tutti gli altri ad esso subordinati. Viceversa, la FED persegue il triplice obiettivo di massima occupazione, prezzi stabili e tassi di interessi di lungo termine moderati (Federal Reserve Act 1913, sez.2, modificato nel 1977), mentre la BoE mira sia alla stabilità monetaria sia a quella finanziaria (Financial Services Act 2012). In secondo luogo, il divieto di finanziamento monetario diretto degli Stati membri dell'Unione, attraverso scoperti di conto corrente, facilitazioni di credito e acquisti di titoli di debito, rende la funzione LoLR della BCE più limitata rispetto sia alla FED sia alla BoE. Di conseguenza, la BCE, diversamente dalla FED o BoE, può eseguire acquisti di titoli di debito sovrano solo sul mercato secondario, come è stato fatto negli anni 2011 e 2012, con le operazioni LTRO (*Long-Term Refinancing Operation*) e OMT (*Outright Monetary Transaction*), e tutt'ora con le operazioni QE (*Quantitative Easing*). Infine le decisioni di politica monetaria vengono deliberate attraverso un sistema di *governance* più complesso di quello delle altre banche centrali giacché le decisioni sono prese da un Consiglio composto da 23 membri: 6 membri permanenti, inclusi il presidente e il vice presidente (*Executive Board*) e 17 governatori delle banche centrali degli Stati membri. In linea di principio, l'impostazione sancita negli articoli 123-127 del TFUE riflette il rifiuto del principio di *fiscal dominance*¹ ossia l'accordo esplicito tra governo e banca centrale che impone alla stessa l'obiettivo di perseguire la stabilità dei prezzi e quella dei rendimenti dei titoli di Stato (come tra FED e Tesoro negli USA o tra BoE e Governo in UK). In verità, essa riflette una strategia più ampia: separare la politica monetaria da quella fiscale e proibire gli acquisti di titoli sovrani sul mercato primario al fine azzerare il rischio di azzardo morale da parte degli Stati membri, ossia la possibilità per un paese di sfruttare la garanzia implicita di *bailout* da parte degli altri Stati membri dell'Unione in caso di *default* sul proprio debito sovrano. Queste criticità hanno favorito la nascita di squilibri macroeconomici e finanziari tra i paesi appartenenti all'Unione². Divergenze di crescita economica derivanti dall'obiettivo primario e divergenze in termini di rischio *default* conseguentemente la non funzione del prestatore di ultima istanza.

3. Conseguenze obiettivo primario

Dal 1999-2013, se si escludono due fiammate d'inflazione durante l'inizio della crisi, la BCE è riuscita a garantire il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione prossimo al 2% per l'intera area euro³. A livello paese invece si sono registrate sostanziali differenze. A partire dall'ingresso dell'euro, i paesi

¹ O. Jeanne, Fiscal challenges to monetary dominance in the euro area: a theoretical perspective, in *Financial Stability Review*, 16, 2012, 143-150

² P. Alessandrini, M. Fratianni, A. Hughes Hallett, A. Presbitero, *External Imbalances and Financial Fragility in the Eurozone*, in *Open Economies Review*, 25, 2012, 3-34.

³ Tuttavia, a partire dal 2013, l'eurozona sta sperimentando il rischio concreto della deflazione. Le cause di questa diminuzione dipendono in gran parte dalla bassa crescita economica e dalla debolezza della domanda di beni e servizi, cioè un freno nella spesa di consumatori e aziende, che, in regime di deflazione, sono incentivati a posporre gli acquisti di beni e servizi non indispensabili, con l'aspettativa di ulteriori cali dei prezzi, con l'effetto di innescare una spirale negativa. In un contesto di stagnazione/recessione le politiche monetarie espansive sono inefficaci se non sono accompagnate da politiche fiscali espansive.

periferici (*no core*⁴) hanno sperimentato alti picchi d’inflazione, contrariamente ai paesi del nord (*core*⁵) che hanno registrato invece livelli minimi (tasso medio d’inflazione 1999 – 2008 per i paesi *no core* pari al 3% mentre 1,2% per i paesi *core*)⁶.

I tassi d’inflazione più alti della periferia hanno reso i tassi d’interesse reali⁷ più bassi, fornendo una spinta alla crescita della domanda interna. In generale bassi tassi interesse reale stimolano la domanda di beni immobili che ne determinano un aumento dei prezzi. Tale crescita si è associata alla bolla immobiliare in Spagna e Irlanda e alla crescita della spesa pubblica in Grecia. Mettendo a sistema la variazione dei prezzi delle case e variazione del tasso interesse reale nel periodo 1999–2008, è possibile notare la stretta correlazione tra le due variabili.

I paesi con tassi reali più bassi (Irlanda, Spagna, Italia) hanno avuto un incremento sostanziale del prezzo delle abitazioni, rispetto ai paesi con tassi più alti come la Germania. Come risultato, dal 1999 al 2008, i prezzi delle abitazioni sono aumentati dell’80% in Irlanda, del 70% in Spagna e di circa il 60% in Italia, Olanda e Belgio. Mentre in Germania, la variazione è stata addirittura negativa, segnalando un calo dei prezzi delle abitazioni di circa il 15%. La bolla immobiliare, stimolata da bassi di interesse reale ha amplificato le divergenze tra i vari paesi, causando un’eccessiva richiesta di crediti al consumo. Quest’ultima si è tradotta in un aumento dei prestiti ad attività private, con tassi di crescita superiori nei paesi *no core* di circa 10 punti percentuali nel periodo 2004–2008, rispetto ai paesi *core*. Tutto ciò si è tradotto in enormi incrementi del debito privato. Gli incrementi vanno dal 50% al 200% del PIL, portando nel 2007 il rapporto debito privato–PIL al 217% in Grecia, 101% in Irlanda, 75% in Spagna, 71% in Italia e 50% in Portogallo⁸.

La crisi finanziaria, generata all’accumulo di debito privato, ha spinto la zona euro in una spirale deflazionistica, innescata dalla necessita di banche, imprese e famiglie, di ridurre i loro livelli di debito che, a loro volta hanno spinto gli agenti privati a svendere le loro attività e a spingere i prezzi verso il basso in una infernale corsa al ribasso. Non stupisce quindi che i governi siano stati costretti ad aumentare i propri livelli di indebitamento per cercare di porre un freno a questa perversa dinamica economica. Ciò è stato dettato dalla necessità di consentire al settore privato il *deleveraging*⁹ del debito. Così, con la possibile eccezione della Grecia, una causa fondamentale della esplosione dei debiti sovrani nella zona euro può essere riscontrata nell’accumulo insostenibile di debito nel settore privato, che ha spinto i governi a intervenire per sostenere e facilitare il processo di riduzione dell’indebitamento in tale settore. Questa serie di eventi e le loro conseguenze, – indebitamento estero e improvviso arresto dei flussi di capitali (*sudden stop*) – ricalcano fundamentalmente gli eventi che hanno avuto luogo nei paesi in via di sviluppo e si sono conclusi con *default* sovrani. L’arresto nei flussi di capitale ha infatti marcato il territorio per lo scoppio della crisi del debito sovrano nei paesi dell’Eurozona.

⁴ Paesi *no core*: Grecia, Irlanda, Italia, Spagna, Portogallo.

⁵ Paesi *core*: Austria, Belgio, Francia, Germania, Olanda.

⁶ P. De Grauwe, *Economics of Monetary Union*, IX, Oxford, 2013.

⁷ Tasso interesse reale è definito come:

$$r + 1 = \frac{1 + i}{1 + \pi}$$

dove r è il tasso d’interesse reale, i è il tasso d’interesse nominale (tasso nominale titoli di stato/tasso di rifinanziamento principale della BCE), π è il tasso d’inflazione (HICP). L’analisi è svolta scegliendo come tasso nominale il tasso sui titoli di stato a 10 anni (1999–2008).

⁸ Speech by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the Bank of Greece conference on “The crisis in the euro area” Athens, 23 May 2013.

⁹ Il termine indica una riduzione del livello di indebitamento delle istituzioni finanziarie alle prese con un indebitamento (*leverage*) eccessivo.

Dall'analisi si evince che, quando gli Stati membri sono soggetti a shock asimmetrici, una politica monetaria incentrata principalmente sull'obiettivo primario del tasso d'inflazione annuo prossimo al 2% (*one size fit all policy*) può generare ed amplificare squilibri negli Stati membri, contribuendo ad accrescere i livelli di indebitamento pubblici e privati.

4. Conseguenze no funzione *LoLR*

Un'altra fonte di divergenza generata dalla progettazione della BCE riguarda l'assenza o esiguità del ruolo di prestatore di ultima istanza tipico di qualsiasi banca centrale. L'importanza di una tale funzione deriva dalla stretta correlazione tra liquidità e *sentiment* del mercato e dalla forte interconnessione tra Governi e istituti di credito. Di fatto entrambe le istituzioni soffrono di una fragilità molto simile: i loro bilanci hanno un'analogia struttura di scadenze sbilanciate. In genere, l'esposizione delle passività a breve (depositi), coperta da attività a lungo termine (prestiti), può rendere le banche vulnerabili a una corsa agli sportelli, la quale può portare a crisi di liquidità e quindi crisi di solvibilità. In una crisi di liquidità, una banca centrale può intervenire come prestatore di ultima istanza, fornendo fondi che il mercato non è disposto o in grado di fornire. Di conseguenza, in assenza di tale istituzione, la sfiducia nelle banche può innescare il c.d. *bunkrun*. Il bilancio del governo ha una struttura per scadenze simile. Le passività del governo sono costituite principalmente da titoli obbligazionari altamente liquidi che possono essere facilmente venduti. Le attività sono costituite da infrastrutture e da crediti d'imposta. Questi ultimi però sono illiquidi, vale a dire che il governo deve passare attraverso un processo di decisione democratica per aumentare il gettito fiscale, un processo che può richiedere molto tempo. Di conseguenza, in assenza di un prestatore di ultima istanza, un movimento collettivo di sfiducia può portare a una crisi di liquidità che può spingere il governo in *default*.¹⁰

La crisi finanziaria ha il merito di aver evidenziato un aspetto critico delle banche europee: la loro forte esposizione alle obbligazioni sia dei loro governi sia degli altri stati europei. Di conseguenza, il rischio di un crollo nei prezzi dei titoli di stato può produrre seri problemi di bilancio e rendere l'intero sistema bancario insolvente. V. Acharya¹¹ mostra come l'aumento del rischio di *default* sovrano si traduce direttamente in un aumento del rischio di *default* delle banche. Questa stretta interconnessione tra banche e debiti sovrani ha creato un pericoloso canale di trasmissione e potenziamento degli *shock* battezzato "l'anello diabolico banche - Stati sovrani", che espone i governi della zona euro a crisi di liquidità e solvibilità.¹² Il canale opera come segue: le preoccupazioni circa la solvibilità dei sovrani fomenta le preoccupazioni sulla solvibilità delle banche, data la loro forte esposizione in titoli di Stato, e queste a loro volta rafforzano le preoccupazioni sui sovrani, data la accresciuta probabilità di interventi volti al salvataggio del loro sistema bancario. Un attacco speculativo sul mercato dei debiti sovrani o una corsa agli sportelli delle banche può quindi verificarsi molto rapidamente e in qualsiasi momento, con la drammatica conseguenza che un'improvvisa perdita di fiducia da parte degli investitori può generare nel paese che colpito una crisi di insolvenza sul proprio debito di tipo *self-fulfilling*. Questo spiega in gran parte la rapida crescita dei rendimenti sui titoli di stato dapprima in Grecia e in Irlanda e poi in Portogallo, Spagna e Italia tra il 2010 e il 2012. Quando gli investitori hanno perso la fiducia in questi paesi, hanno venduto in maniera massiccia i loro titoli di stato, spingendo i tassi di interesse a livelli insostenibili. Inoltre, la liquidità

¹⁰ P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes A History of Financial Crises*, III, New York, 1996

¹¹ V. Acharya, *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation*, in *Journal of Financial Stability*, 5, 2009, 224-255

¹² J. Pisani-Ferry, *The euro crisis and the new impossible trinity*, in *Bruegel Policy Contribution*, 1, 2012, 1-16; P. Lane, *The European Sovereign Debt Crisis*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 26, 2012, 49-68.

ottenuta è stata investita in paesi sicuri come la Germania, con conseguente fuoriuscita di capitali dai paesi in difficoltà, rendendo impossibile per i loro governi finanziare il rinnovo del debito a un tasso di interesse ragionevole. Il confronto tra Spagna e Regno Unito permette di comprendere tale dinamica¹³. La posizione fiscale dei due paesi quantificata dai rapporti deficit - PIL e debito - PIL era molto simile, con un tasso di variazione del deficit tra il 1999 - 2012 del 5% per la Spagna e 3% per il Regno Unito, e una variazione del debito pubblico del circa 60% per entrambi. Tuttavia, a fine luglio 2012 il titolo spagnolo pagava un interesse pari al 6,8 % contro l'1,6 % nel Regno Unito. Il confronto mostra che la situazione fiscale, di per sé, non spiega le tensioni sui mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro. Anche se i livelli del disavanzo e del debito pubblico sono simili, i paesi della zona euro sembrano essere più vulnerabili a crisi di liquidità e di insolvenza sul proprio debito sovrano rispetto ai paesi non appartenenti all'area dell'euro.

4.1 "Whatever it takes"

Una conferma della fondatezza empirica di questa ipotesi viene dalla dinamica seguita dallo spread nei paesi della zona euro negli ultimi anni, a partire da quelli di maggiore turbolenza finanziaria (2011-2014). In primo luogo, la prova dell'importanza del ruolo di prestatore di ultima istanza della BCE. Confrontando gli spread italiani e spagnoli contro i titoli tedeschi a 10 anni - utile indicatore dello stato generale della crisi dell'euro - è possibile riscontrare: i) due episodi di speculazione diffusa contro le due nazioni periferiche, alla fine del 2011 e di nuovo nell'estate del 2012; ii) la drastica riduzione degli spread a seguito degli interventi della BCE. La prima contrazione (fine 2011 inizio 2012) è stata ottenuta con le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), programma in cui la BCE ha indirettamente assunto il ruolo di prestatore di ultima istanza, offrendo prestiti di importi illimitati, a scadenze relativamente lunghe, per le banche che in cambio offrivano debito sovrano come garanzia. La seconda contrazione è stata ottenuta quando Mario Draghi, nel luglio del 2012, ha dichiarato che la BCE sarebbe stata disposta a fare "tutto il possibile" per salvare l'euro, seguita da una dichiarazione ufficiale in cui, se necessario, la banca centrale si sarebbe impegnata in operazioni monetarie di acquisti diretti di debito sovrano¹⁴.

Nessuno di questi interventi della BCE avrebbe avuto una grande influenza, se il problema dei debitori europei periferici fosse stato un problema di solvibilità pura e semplice. Dal momento che tali manovre hanno avuto un considerevole impatto, è ragionevole presumere che una parte sostanziale del premio sul rendimento richiesto per i titoli delle nazioni periferiche rifletta la paura di crisi di liquidità e di insolvenza che si auto-realizzano. La fonte di questa divergenza risiede nell'incertezza che la mancanza di una banca centrale dotata della funzione di prestatore di ultima istanza genera nel comportamento degli investitori internazionali. La dinamica degli eventi realizzatasi nel mercato dei titoli sovrani della zona euro fornisce, pertanto, un forte sostegno empirico all'idea che i paesi appartenenti a un'unione monetaria, privi di una banca centrale con funzione LoLR e di un'autorità fiscale comune, sono più vulnerabili, rispetto ai paesi con una propria banca centrale e una propria autorità fiscale, agli improvvisi mutamenti degli umori del mercato che, causando un improvviso arresto di fondi (*sudden stop*)¹⁵, innescano una diabolica interazione tra crisi

¹³ P. De Grauwe, Y. Ji, *The fragility of two monetary regimes: The European Monetary System and the Eurozone*, in *International Journal of Finance & Economics*, 20, 2013, 1-15; P. De Grauwe, Y. Ji, *Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test*, in *Journal of International Money and Finance*, 34, 2013, 15-36.

¹⁴Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012

¹⁵ G. Calvo, *Capital flows and capital-market crises: The Simple Economics of Sudden Stops*, in *Journal of Applied Economics*, 1, 1998, 35-54.

di liquidità e insolvenza spingendo inesorabilmente il paese colpito in una profonda crisi reale e finanziaria.

5. Conclusioni

La crisi finanziaria ha mostrato la fragilità della *governance* europea. La mancanza di un'unione fiscale, con una banca centrale conservatrice, è stata la principale causa per la creazione di squilibri all'interno dell'eurozona. L'atipicità strutturale della BCE – un obiettivo primario circoscritto alla stabilità dei prezzi e una funzione assente ed esigua di prestatore di ultima istanza – ha contribuito ad accrescere tali divergenze. Nell'interpretare il proprio mandato la BCE è stata influenzata dalla teoria dell'*inflation targeting* flessibile¹⁶. A dispetto di ciò, sia la stabilità economica sia quella finanziaria dovrebbero essere perseguite come obiettivi primari, come avviene per la FED e la BoE. Conferire alla BCE tale ruolo solleva tuttavia una serie di complessità.

- Non ha un mandato esplicito per tali funzioni. La modifica del mandato, per includervi la stabilità finanziaria, solleverebbe notevoli difficoltà in quanto richiederebbe un accordo unanime.
- Una delle ragioni principali per cui la BCE è a disagio con l'acquisto di titoli di Stato è che – a differenza della Fed quando acquista buoni del Tesoro americani – una tale mossa comporta inevitabilmente effetti distributivi. Se la BCE dovesse subire perdite sul proprio portafoglio obbligazionario, dovrebbe chiedere ai suoi azionisti iniezioni di capitale aggiuntivo, diventando così il veicolo per un trasferimento di risorse a favore dei paesi che beneficiano degli acquisti.
- Non ha la corretta gestione per decidere su tali azioni. All'interno del suo Consiglio Direttivo, tutti i governatori delle banche centrali nazionali hanno lo stesso peso di voto. Una coalizione di governatori, ad esempio dei paesi più piccoli, potrebbe teoricamente richiedere l'intervento a favore dei loro paesi a scapito dei paesi più grandi.
- In fine il sostegno incondizionato è una ricetta per la creazione di azzardo morale.

Queste argomentazioni suggeriscono l'esistenza di notevoli ostacoli giuridici e politici per conferire alla BCE un ruolo equivalente a quello svolto dalle altre principali banche centrali. Tuttavia con la loro potenza di fuoco illimitata (funzione LoLR), le banche centrali sono le uniche istituzioni in grado di stabilizzare il sistema finanziario. La BCE dovrebbe ampliare ulteriormente gli strumenti d'intervento e soprattutto dovrebbe cessare di perseguire obiettivi rigidi d'inflazione per puntare invece verso target più flessibili, come ad esempio la crescita del reddito nominale. Una proposta potrebbe essere quella di accompagnare a un più efficace quadro di bilancio la mutua garanzia di una parte del debito pubblico. Invece di mantenere la responsabilità del debito in capo ad ogni paese, come sancito nel Trattato attuale, tale debito potrebbe essere emesso sotto forma di Eurobond. La responsabilità in solido del debito rilasciato è un impegno vincolante che può accrescere la fiducia e la credibilità dei paesi membri agli occhi dei mercati. Inoltre rendendo la BCE più simile alle altre Banche Centrali, per esempio attraverso la funzione del prestatore di ultima istanza, si possono prevenire sentimenti di paura e di panico nei mercati dei titoli di stato, e quindi rendere il mercato

¹⁶ A. Alesina, O. Blanchard, J. Galí, F. Giavazzi, H. Uhlig, *Defining a macroeconomic framework for the Euro Area*, in *Journal of European Social Policy*, 12, 2002, 195-20; F.S. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel, *One decade of inflation-targeting: what do we know and what do we need to know*, NBER Working Paper, 2001, n. 8397

MATTEO FOGLIA

finanziario europeo più stabile e al sicuro da crisi *self – fulfilling*. Riforme che se intraprese dai leader europei, possono scongiurare la rottura dell'Unione.

Abstract

The creation of a monetary union with a single central bank without fiscal union, can be considered as one of the critical factors behind current issues in the euro area. The most critical factor concerns the function of the European Central Bank (ECB) within the EMU and particularly the absence (or paucity) of role of lender of last resort typical of any central bank. Only the inflation is the European Central Bank's primary objective (Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, art. 127). The structure draws an atypical Central Bank (BC) compared to other BC as Fed in the US or BoE in the UK. The aim of the study is to show the divergence in yields of euro zone sovereign bonds is not dependent on the underlying fundamentals, but rather by market sentiment and intervention capacity of the ECB. To protect commercial banks from default due to illiquidity and the financial system from serious damage and contagion effects, the ECB must take on the role of lender of last resort. Intervening in a non-optimal, it has contributed to the differences between member countries, supporting self-fulfilling crises. The paper aims to examine the role of the ECB in setting up intra-European imbalances.