

Centro Studi Confindustria Scenari Economici

Dicembre 2016

**Discussione
Giancarlo Corsetti
University of Cambridge
Roma**

Indice

Rischio stagnazione globale

Area euro

Italia

**Nota: le slides con banda rossa sono un generoso prestito del IMF
(Vitor Gaspar)**

Rischio stagnazione globale

Due aspetti (strettamente connessi) nel dibattito

1. Bassa crescita anche in piena occupazione

Demografia, produttività/innovazione, imperfezioni finanziarie

Tassi di equilibrio di piena occupazione negativi in termini reali

2. Sotto-occupazione di medio e lungo periodo

Regimi di politica economica inadatti

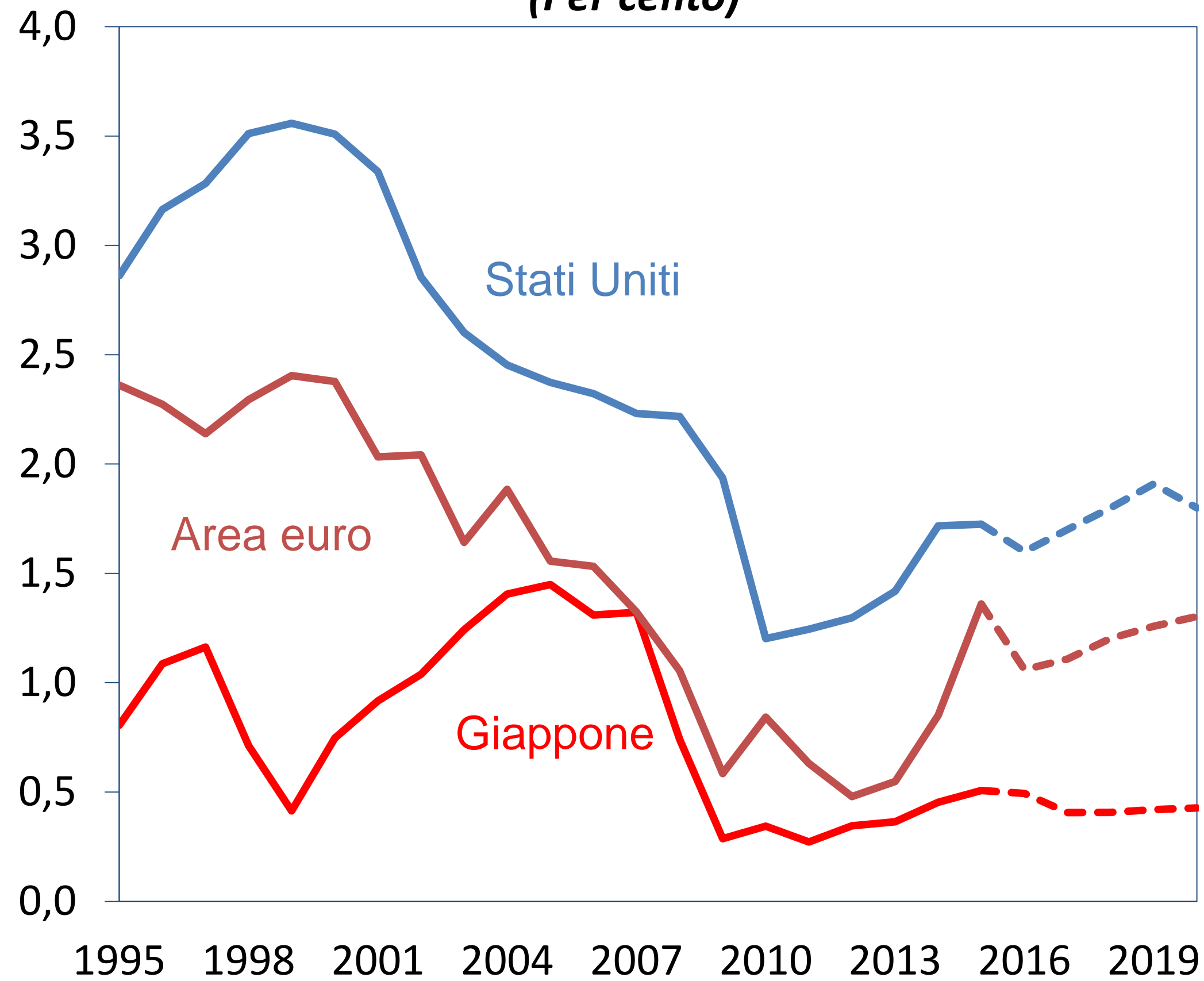
Tassi nominali a zero, ma tassi reali troppo alti

=> Domanda debole, abbattimento del debito lento, instabilità'

Aspettative di crescita a inflazione nei paesi avanzati

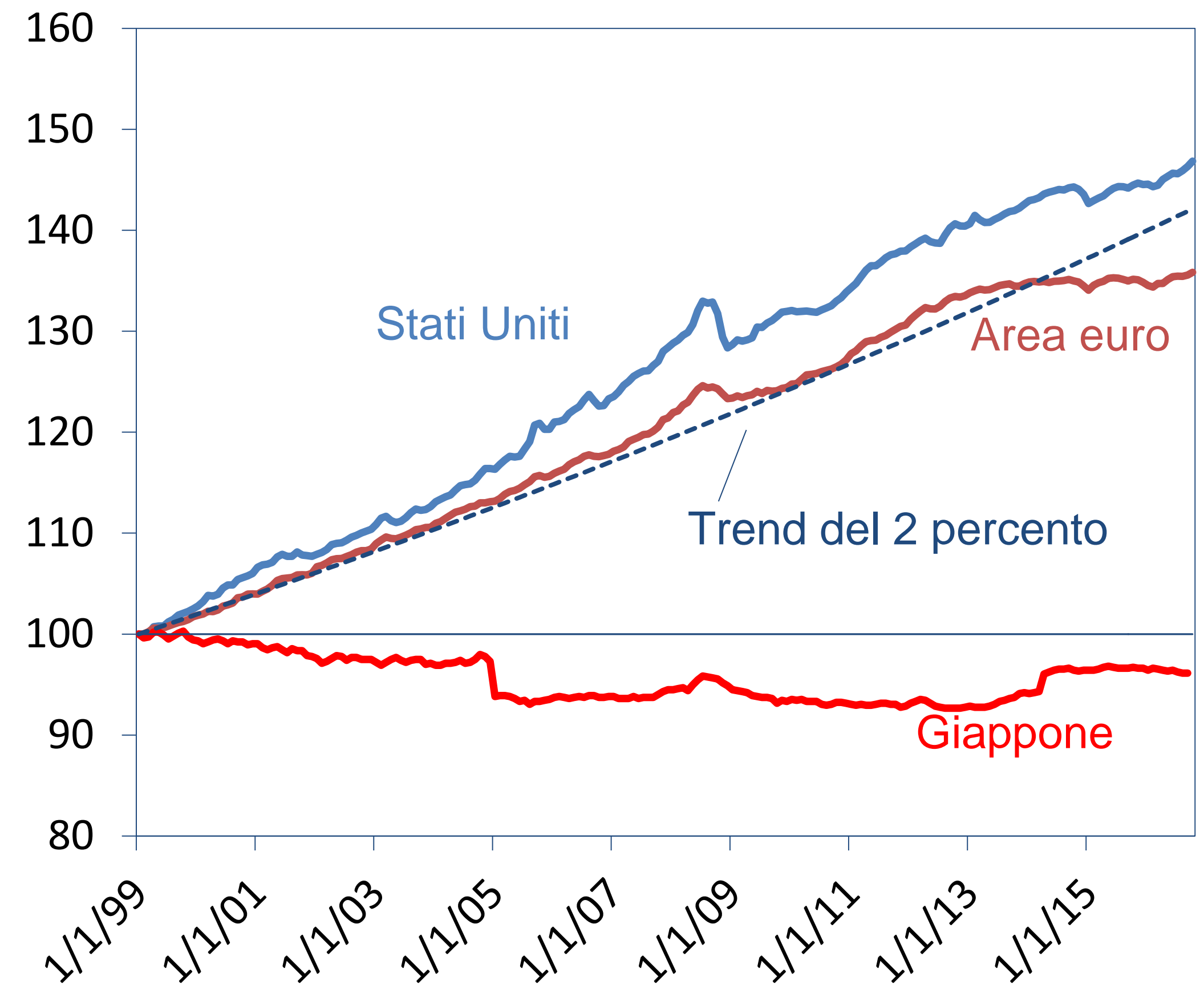
Fonte: Vitor Gaspar, IMF

Crescita PIL potenziale
1995–2020
(Per cento)



Source: IMF *World Economic Outlook* October 2016.

Andamento del livello dei prezzi
01.1999–11. 2016 (Indice, gennaio 1999=100)

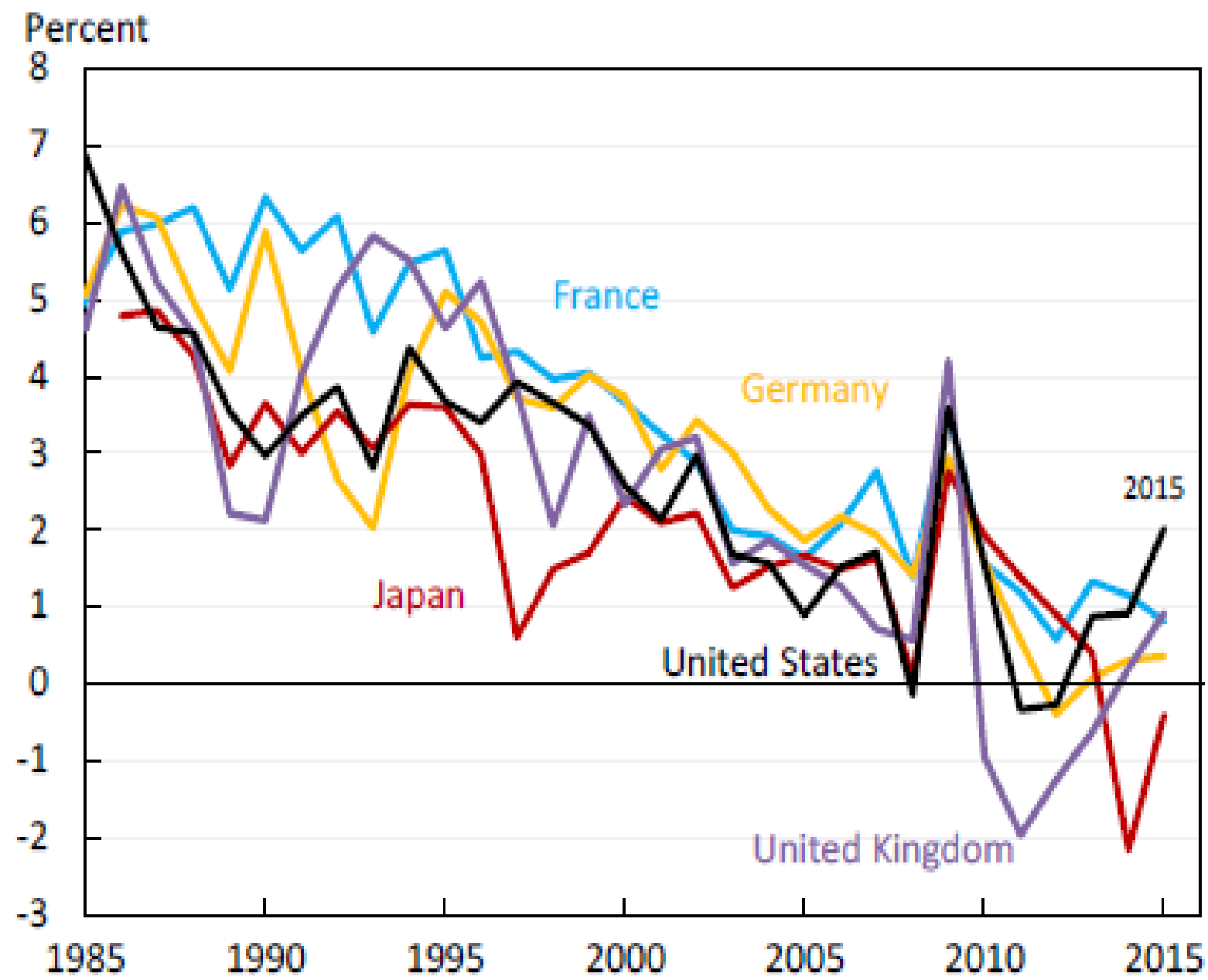


Source: Haver Analytics. Monthly data. Latest observation October 2016 for United States and Euro Area, September 2016 for Japan.

Tassi di interesse

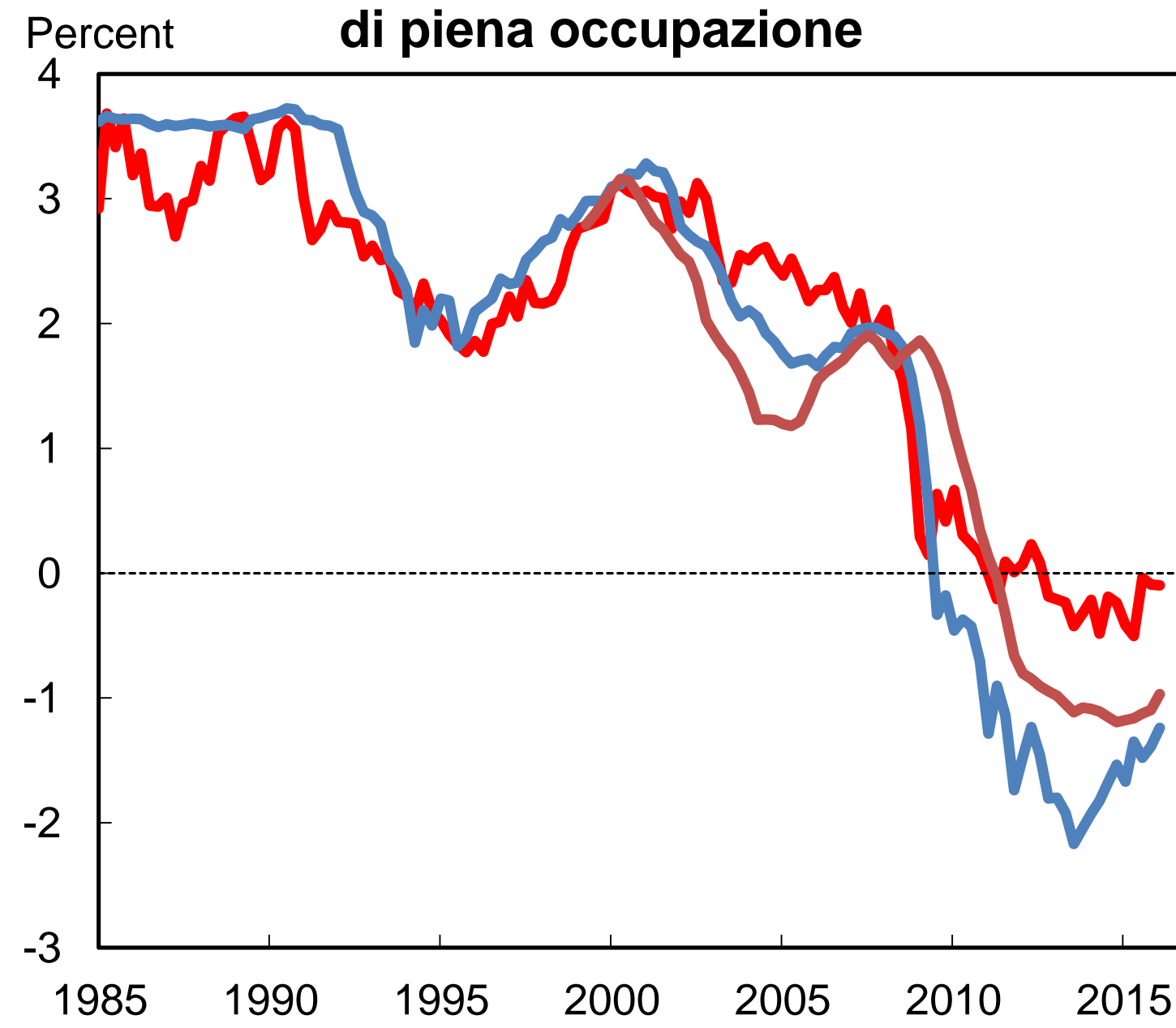
Fonte: Vitor Gaspar, IMF

Real Ten-Year Benchmark Rate in Selected Countries



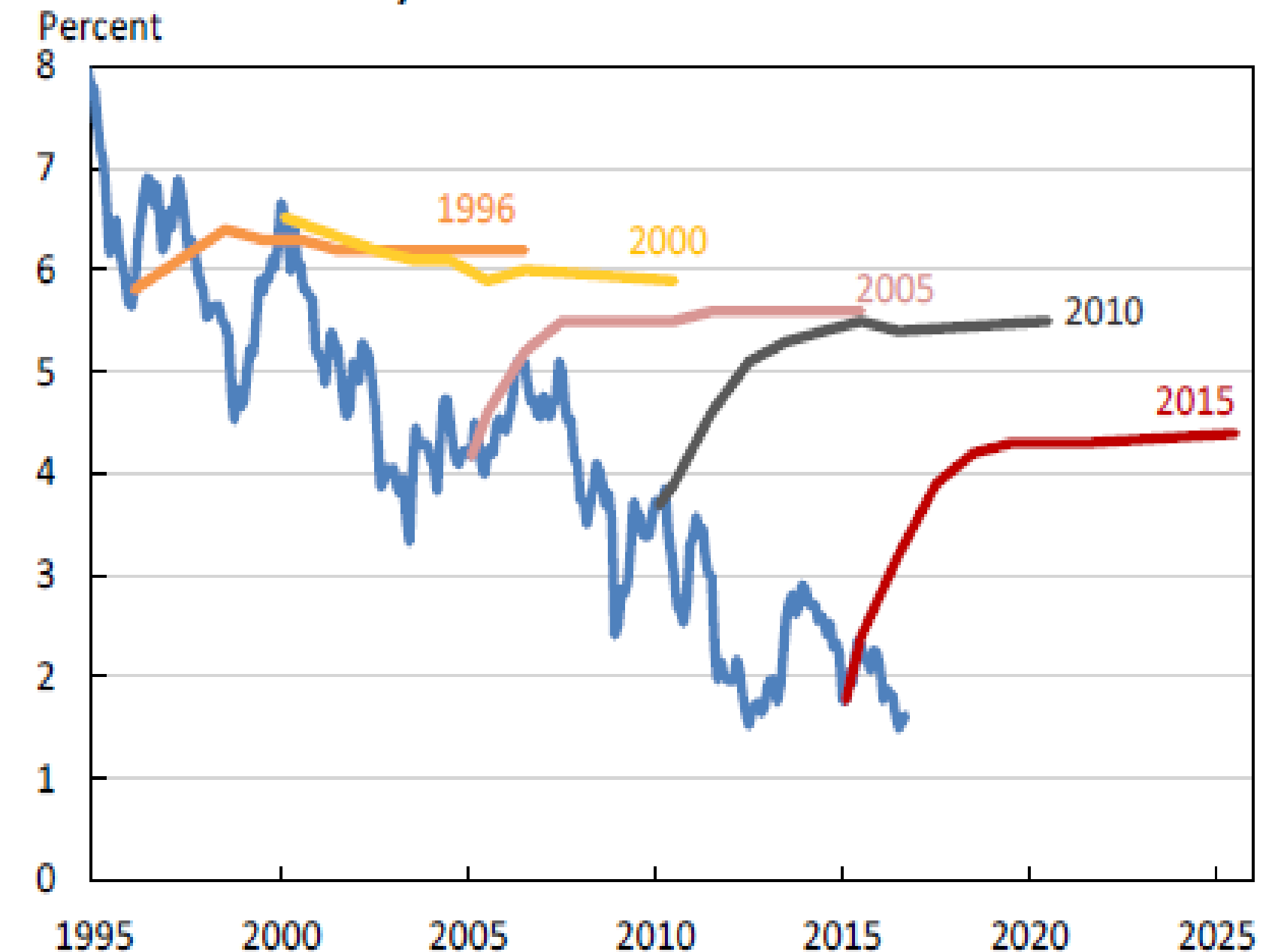
Source: Furman (2016), "The New View of Fiscal Policy and Its Application," Conference: Global Implications of Europe's Redesign, New York, NY, 5 October 2016.

Stime del tasso di interesse di equilibrio di piena occupazione



Source: Laubach and Williams (2015), Obstfeld and others (2016), and Nomura (2016).

Ten-Year Treasury Rates and Historical Economist Forecasts

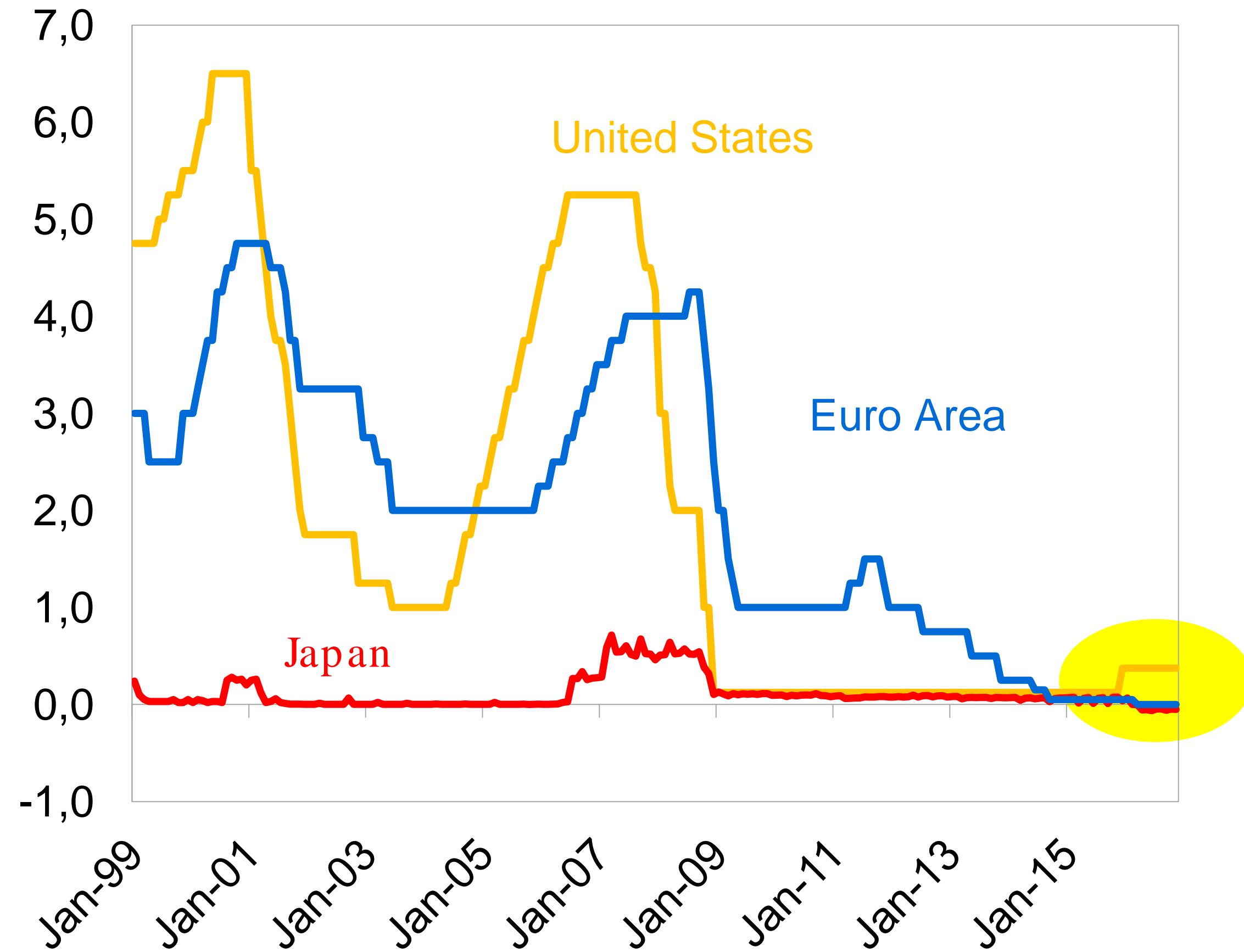


Source: Furman (2016), "The New View of Fiscal Policy and Its Application," Conference: Global Implications of Europe's Redesign, New York, NY, 5 October 2016.

Politica monetaria convenzionale

Fonte Vitor Gaspar, IMF

Tassi di politica monetaria



Note: Euro Area policy rate: Main Refinancing Operations Minimum Bid Rate. Japan policy rate: Uncollateralized Overnight Call Rate. United States policy rate: Fed Funds Target Rate. Source: Haver Analytics. Monthly data. Latest observation November 2016.

L'evoluzione della politica

Dopo Brexit e soprattutto Trump, aspettative di forte ri-direzione del regime di intervento pubblico

Globalizzazione (US e EU), disavanzo pubblico e inflazione (US), architettura finanziaria (?)

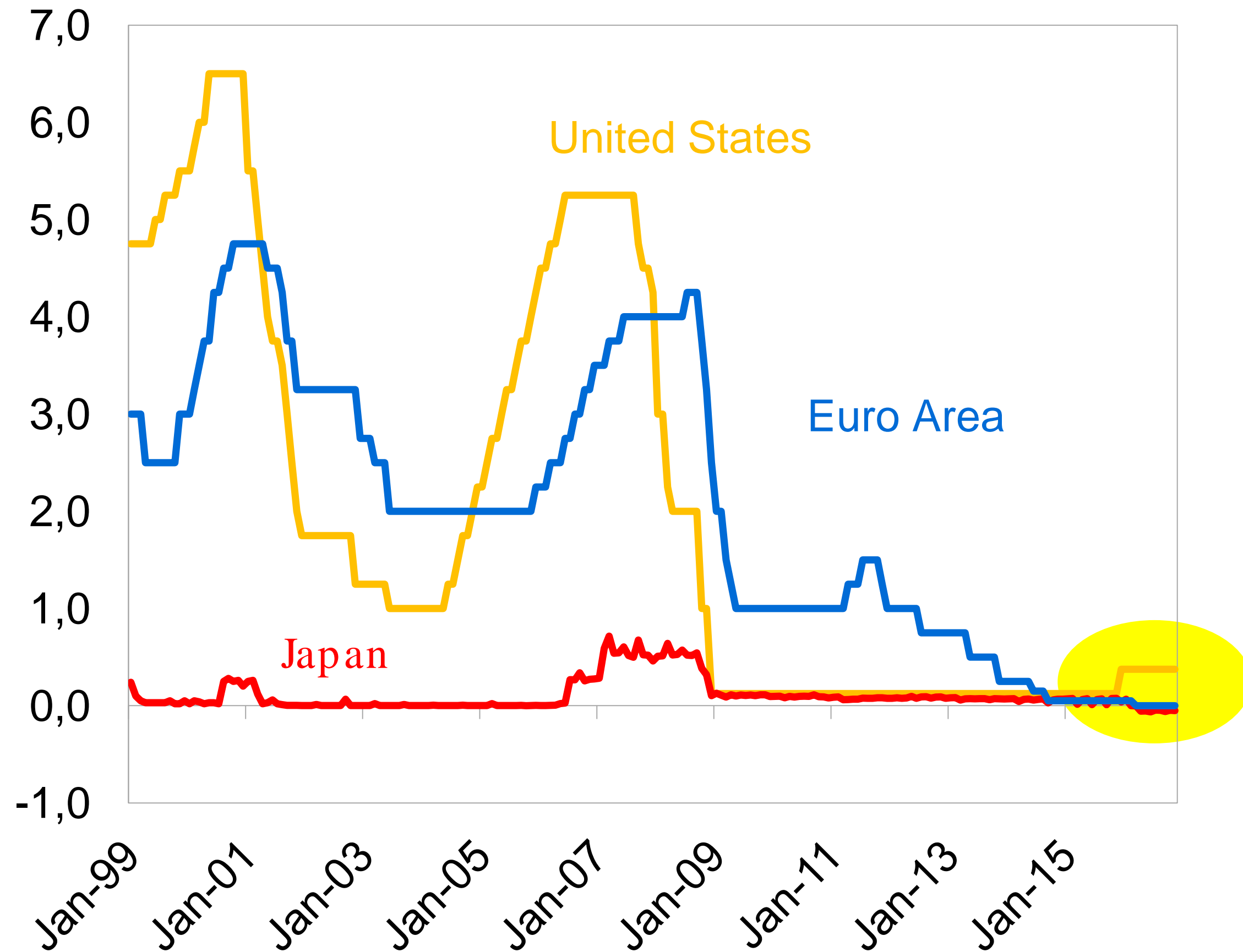
(D. Kohn: 'too many moving parts')

- Politiche 'inefficienti' nel futuro possono avere effetti positivi di breve.**
- Ma anche generano volatilità nei tassi e nei cambi**

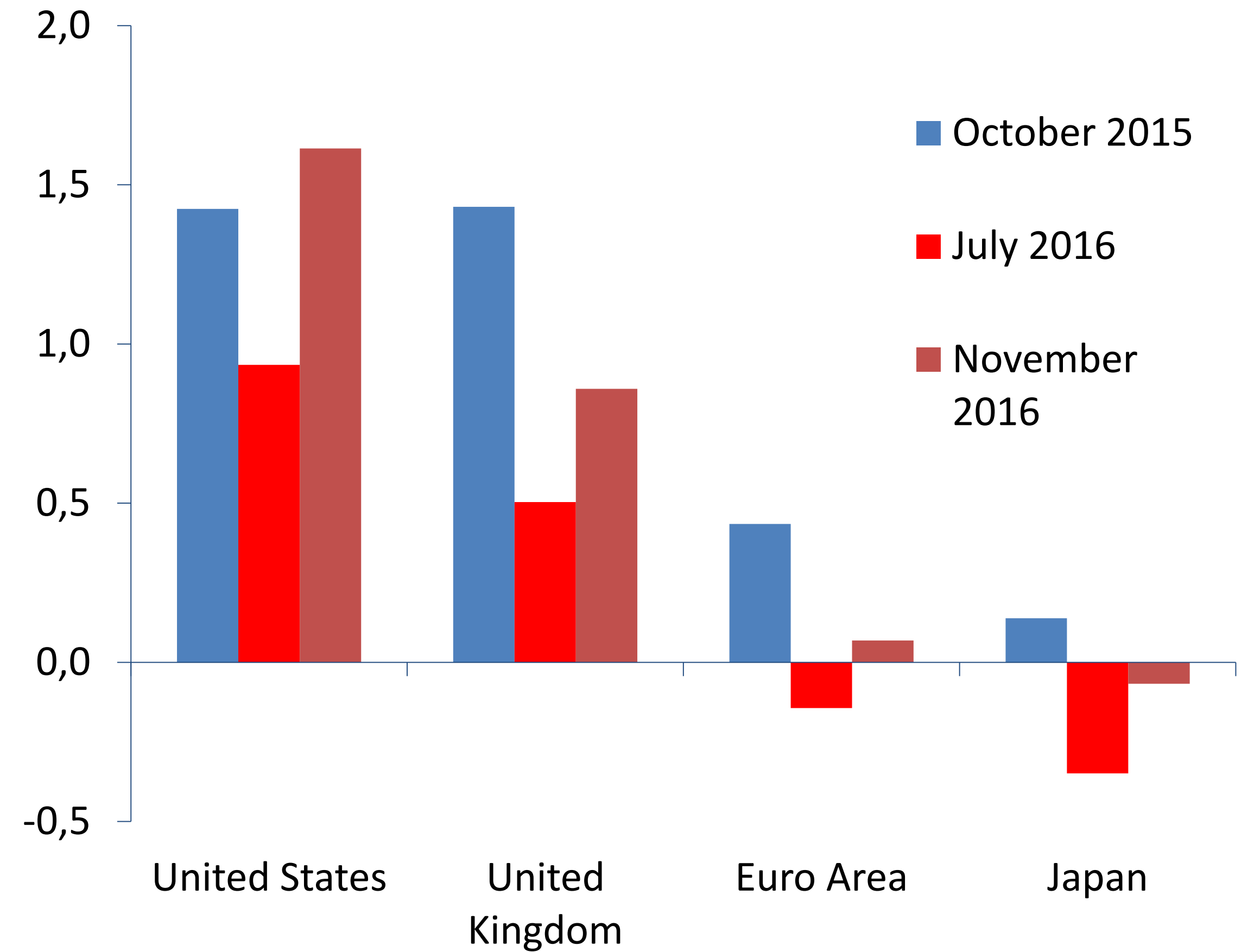
Politica monetaria convenzionale

Fonte Vitor Gaspar, IMF

Tassi di politica monetaria



Tassi attesi, fine-2020



Note: Euro Area policy rate: Main Refinancing Operations Minimum Bid Rate. Japan policy rate: Uncollateralized Overnight Call Rate. United States policy rate: Fed Funds Target Rate. Source: Haver Analytics. Monthly data. Latest observation November 2016.

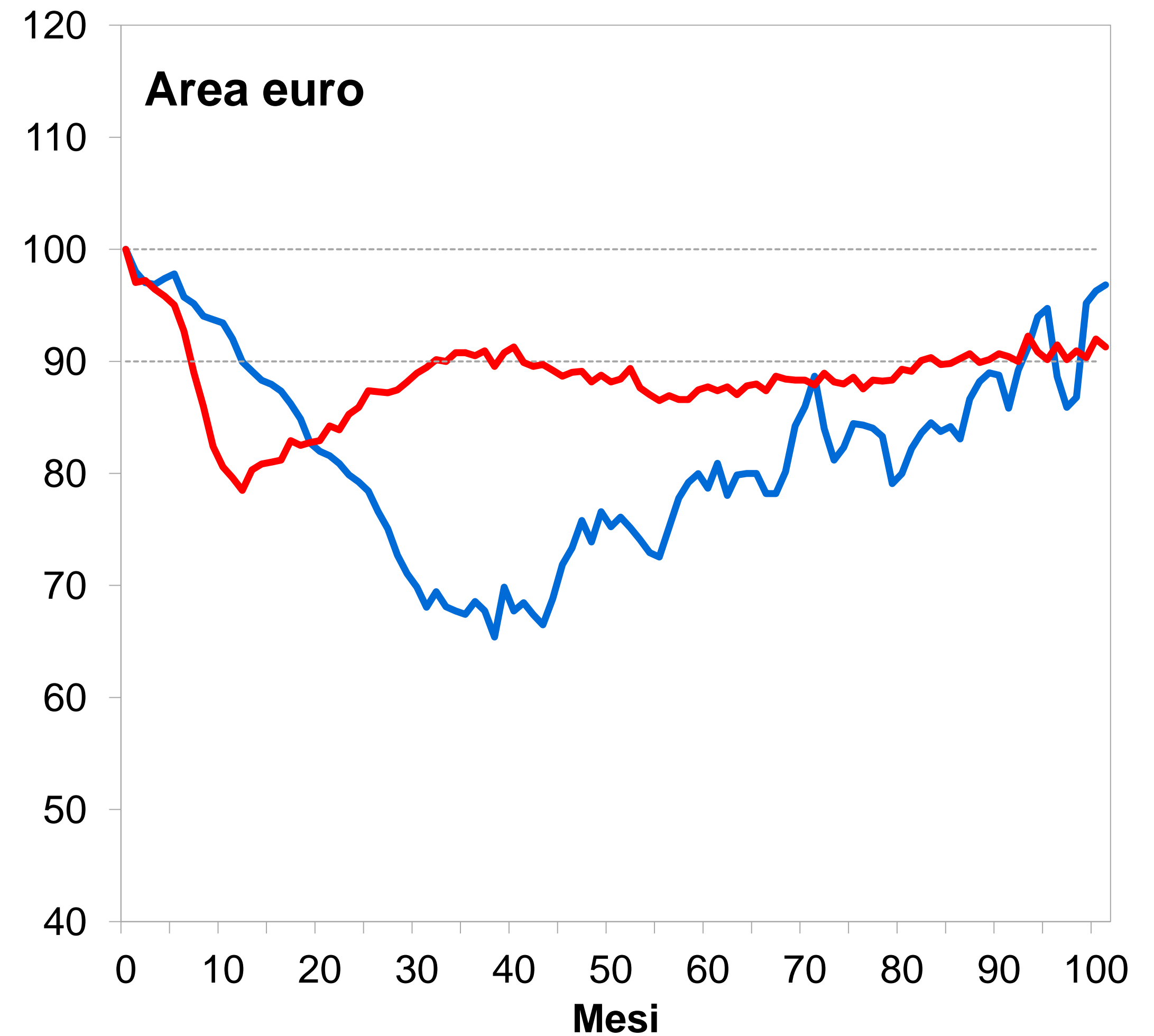
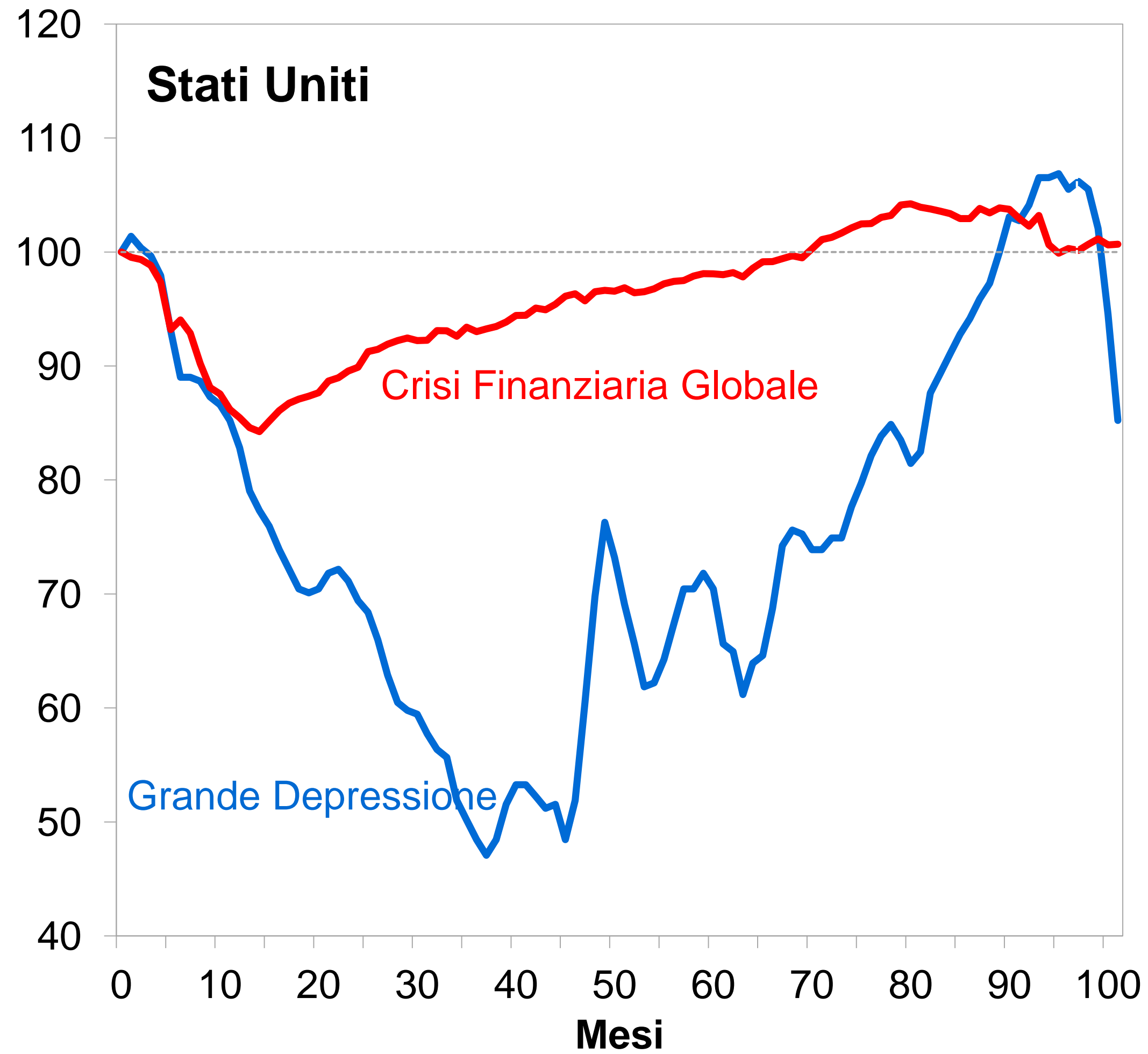
Note: Expected policy rate is the overnight indexed swap rate in 2020 measured as the implicit forward rate. Sources: Bloomberg; and IMF staff calculations.

Rischio area euro

Persistenza della recessione

Produzione industriale

Fonte: Vitor Gaspar, IMF



Note: For the Euro Area, the 1929 to 1937 series corresponds to the average across France, Germany, and Italy.

Source: Eichengreen, B. and K.H. O'Rourke (2010) "What do the new data tell us?" VoxEU.org , 08 March; League of Nations Statistical Yearbooks 1934-38 made digitally available by Northwestern University Library at <http://digital.library.northwestern.edu/league/stat.html> ; Federal Reserve Bank of St. Louis; Haver Analytics and IMF staff estimates. Latest observation September 2016.

Rischio area euro

Relativamente agli Stati Uniti, nell'area euro

- 1. *Stance* macroeconomica insufficiente a sostenere livelli accettabili di occupazione e inflazione**
- 2. Differenza/divergenza contro convergenza in produzione, condizioni finanziarie e sostenibilita' fiscale tra stati**
 - Frammentazione finanziaria e rischio paese

Nella AE, 1 e 2 sono due dimensioni dello stesso problema.
(Assonime Lecture)

Frammentazione e domanda aggregata

Frammentazione tra stati causa insufficienza di domanda aggregata a livello di area euro, e viceversa

1 La frammentazione riduce l'efficacia della politica monetaria

2 Il rischio paese induce un *bias* a favore politiche fiscali non espansive

3 Divergenza di condizioni macroeconomiche crea conflitti sulle politiche di aggiustamento, e mina la cooperazione internazionale quando questa e' piu' necessaria in materia

Monetaria

Fiscale

Bancaria

L'esempio statunitense

Shock iniziale molto forte e concentrato geograficamente (mutui e mercato immobiliare) causa all'impatto variazioni molto marcate dell'occupazione per contea/stato.

- Salari relativi rimangono invariati. Prezzi relativi rimangono invariati per i servizi, si muovono nella distribuzione. L'aggiustamento piu' forte e' nelle *rent* immobiliari.
- Redditi relativi cadono nelle regioni di crisi

Gli shock si aggregano a livello nazionale ma, in un contesto istituzionale maturo, le condizioni regionali non peggiorano.

Le politiche di domanda raggiungono tutte le regioni. La ripresa avviene contestualmente alla convergenza regionale (a varie velocita', mai 'in reverse').

Area auro

Shock iniziale meno concentrato geograficamente

Debolezze strutturali creano la premessa di instabilità finanziaria con una forte componente di aspettative che si auto-realizzano

Per lo sviluppo istituzionale incompleto della unione monetaria, la risposta è debole e in ritardo

Il rischio amplifica endogenamente le differenze tra stati, provocando una involuzione fondamentale dell'economia

Italia dopo il 2013-2014

Produzione industriale 80% pre-crisi

7,6 milioni di disoccupati o sottoccupati

Credito bancario su trend negativo

Debito pubblico stazionario nella migliore delle ipotesi

Life-lines

BCE su cambio e spread

Interventi di sostegno del reddito e investimento

Segnali positivi

Saldo tecnologico

Spazi di espansione delle esportazioni

Domanda dal rapporto

Supponiamo che lo sviluppo istituzionale dell'EU cominci a ricomporre la frattura dell'area euro

Qual'è la strategia che meglio serve l'interesse italiano?

Vantaggi comparati

Capitale umano e fisico

Ricerca e sviluppo

Finanziamento dello sviluppo

Sistemi territoriali