

Osservazioni sul quadro economico globale

Lucrezia Reichlin
London Business School and CEPR

Ambrosetti Forum 2014
Cernobbio
4-5 aprile

Traccia

- C'è la ripresa – ora anche in Europa - e una certa calma nei mercati finanziari. Ma i rischi non sono finiti
- La madre di tutti i rischi è il debito:
 - Eredità del passato e processo di deleveraging in una parte del mondo
 - Crescita del debito in rapporto al PIL in un'altra parte del mondo

Il mondo sarà soggetto al doppio problema del rallentamento dovuto al deleveraging e a possibili nuove crisi di debito

Fattori aggravanti:

- Il processo di deleveraging è reso difficile dal rallentamento della crescita del PIL nominale
- Questo rallentamento a sua volta dipende dal rallentamento del reddito potenziale (a sua volta in parte risultato delle crisi di debito passate o esogeno come in Cina)
- Ma attenzione! Policy matters ...

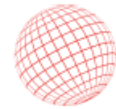
Dove siamo?

(1) Il PIL

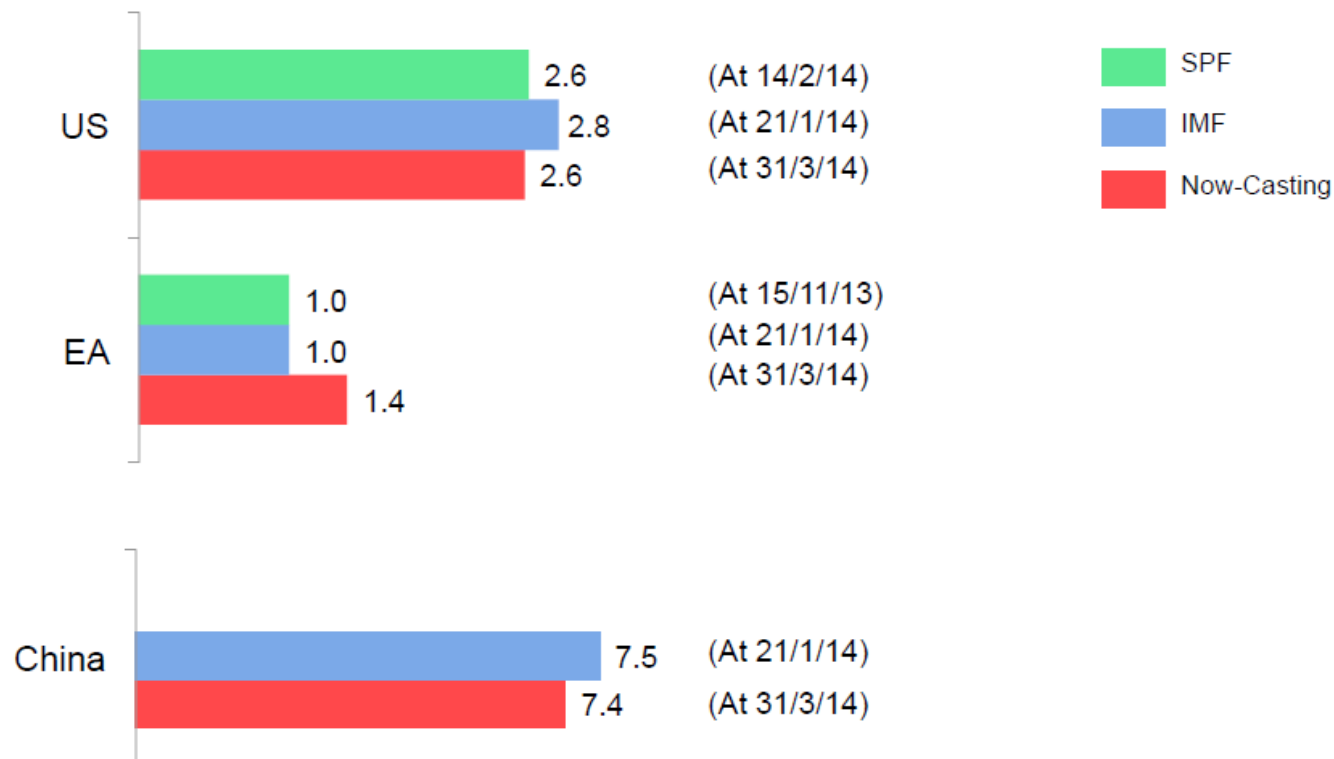
2014

la Cina rallenta e la ripresa di US e AE è anemica

GDP GROWTH – CALENDAR YEAR 2014



Now-Casting.com
economics in real time



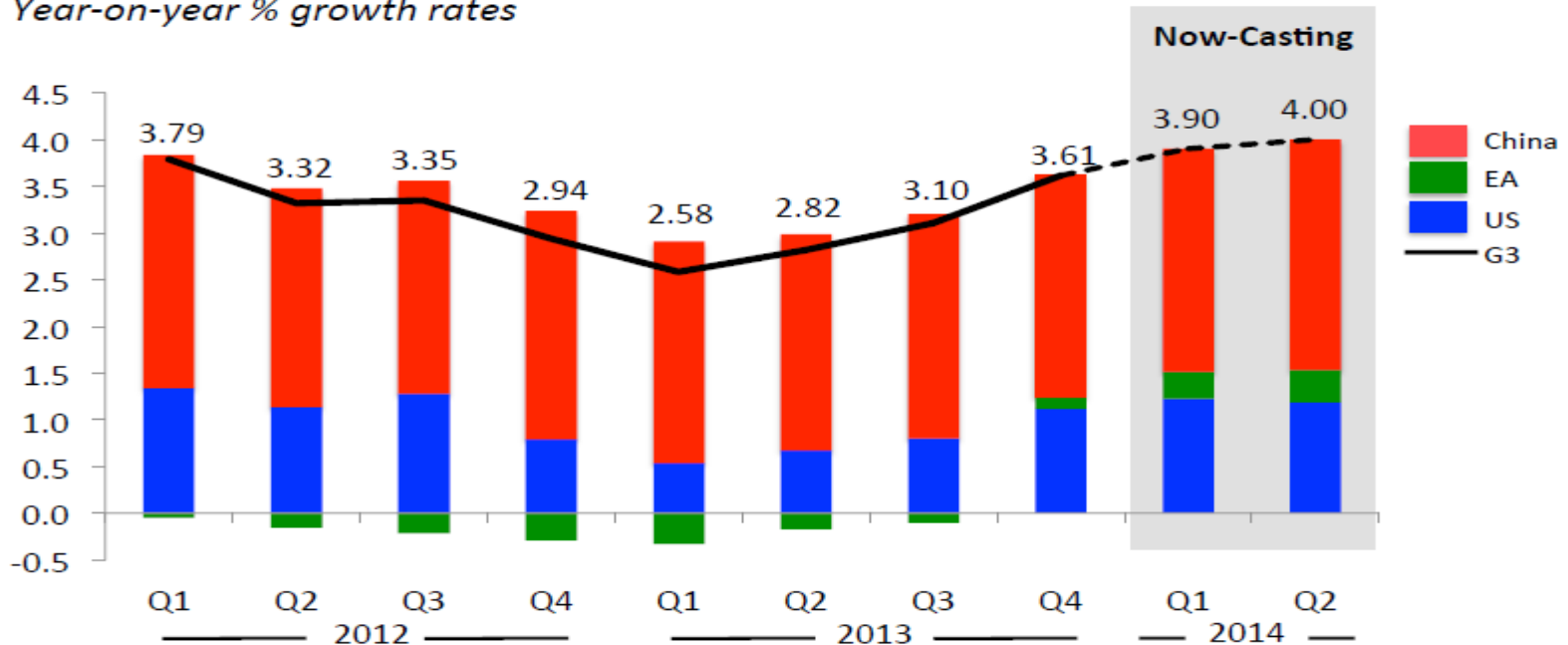
I dati recenti del G3: la visione del robot *crescita piatta*



Now-Casting.com
economics in real time

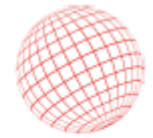
GDP GROWTH FOR THE G3 – US, EURO AREA & CHINA

Year-on-year % growth rates



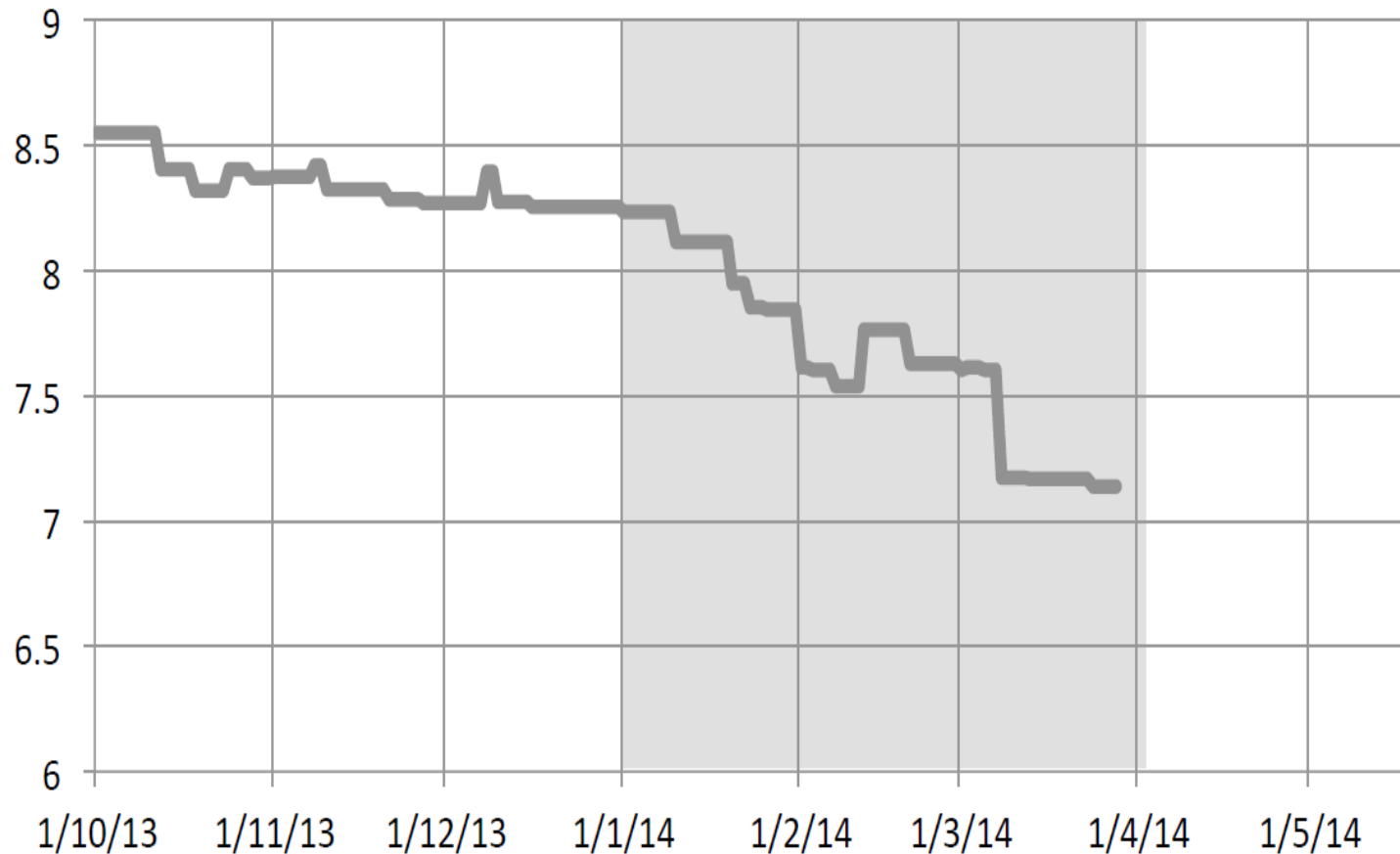
* Contributions to G3 growth weighted by share of 2012 GDP according to IMF World Economic Outlook
Source: IMF World Economic Outlook, October 2013

IL robot suggerisce revisioni al ribasso per la Cina



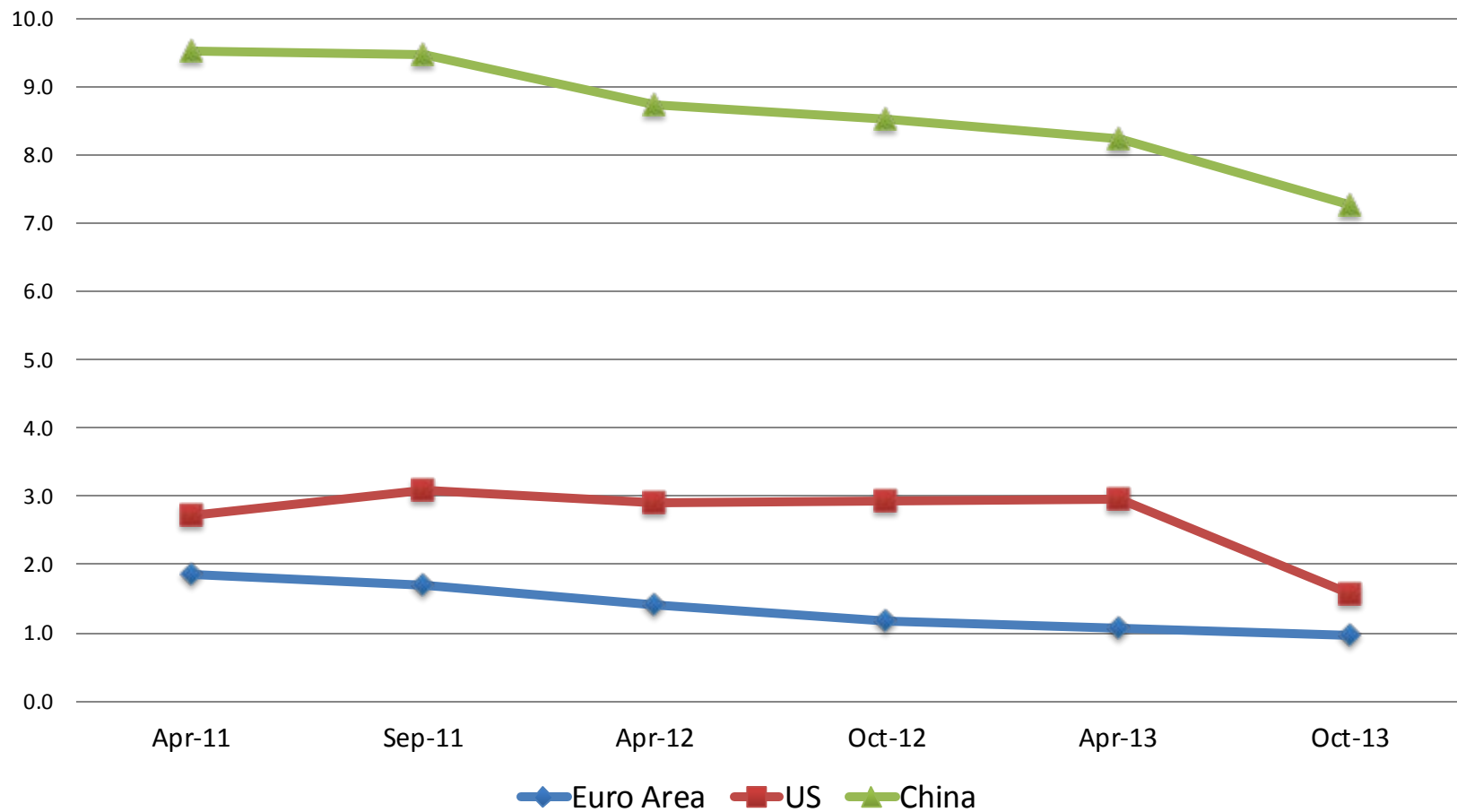
China (% YoY)

Now-Casting.com
economics in real time



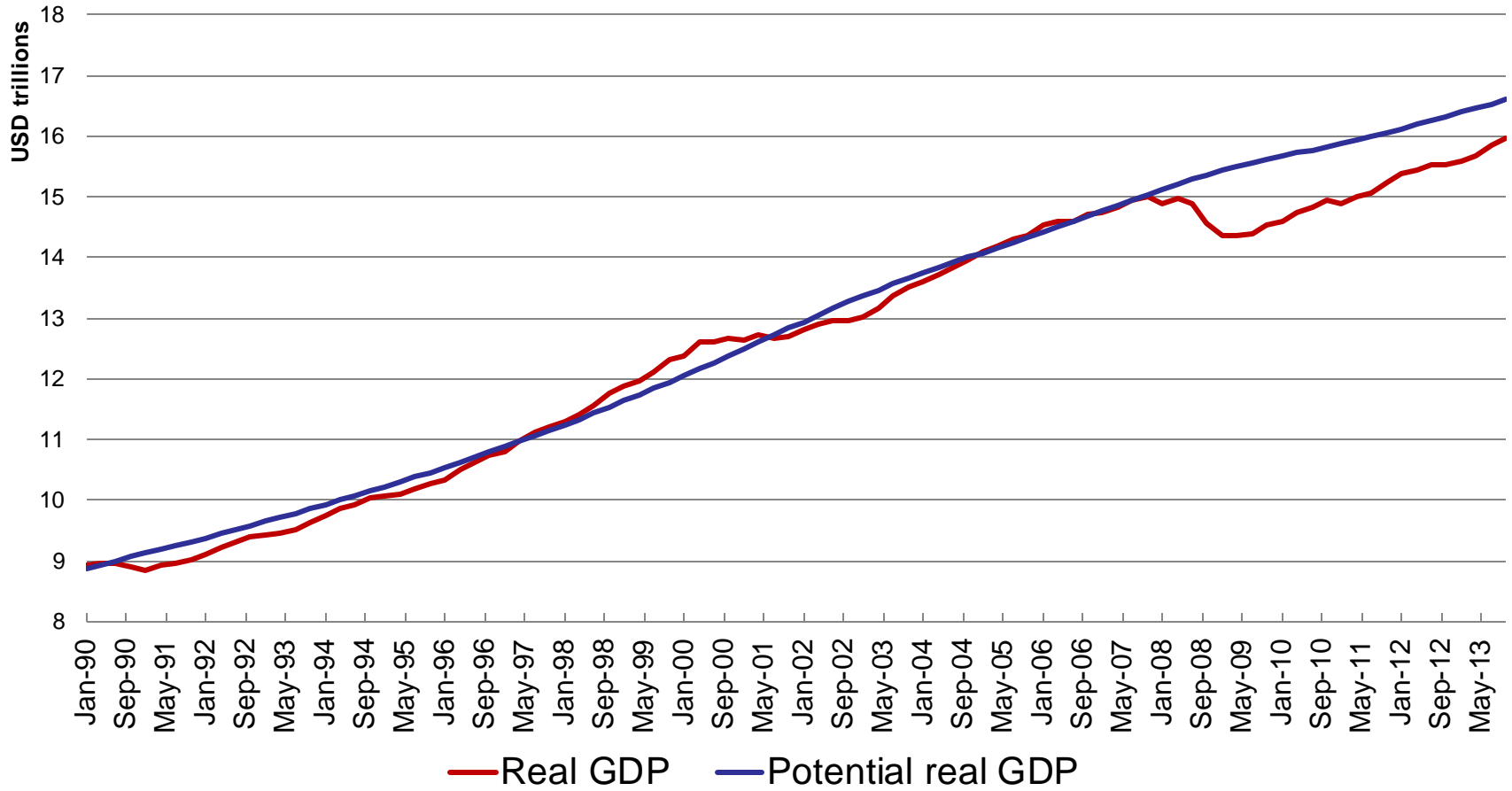
IL FMI ha rivisto verso il basso le previsioni del 2014 per tutti i G3

GDP growth forecast for 2014, IMF



PIL potenziale USA

livello permanentemente piú basso?

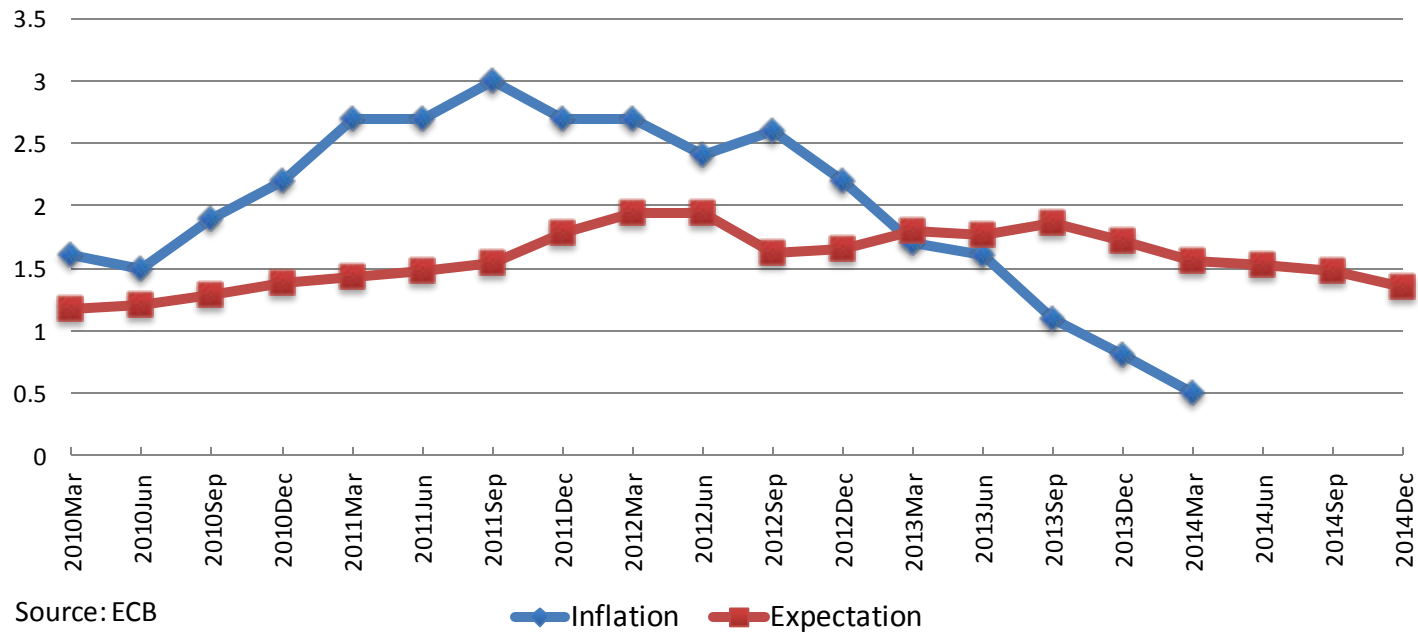


Dove siamo?

(2) L'inflazione

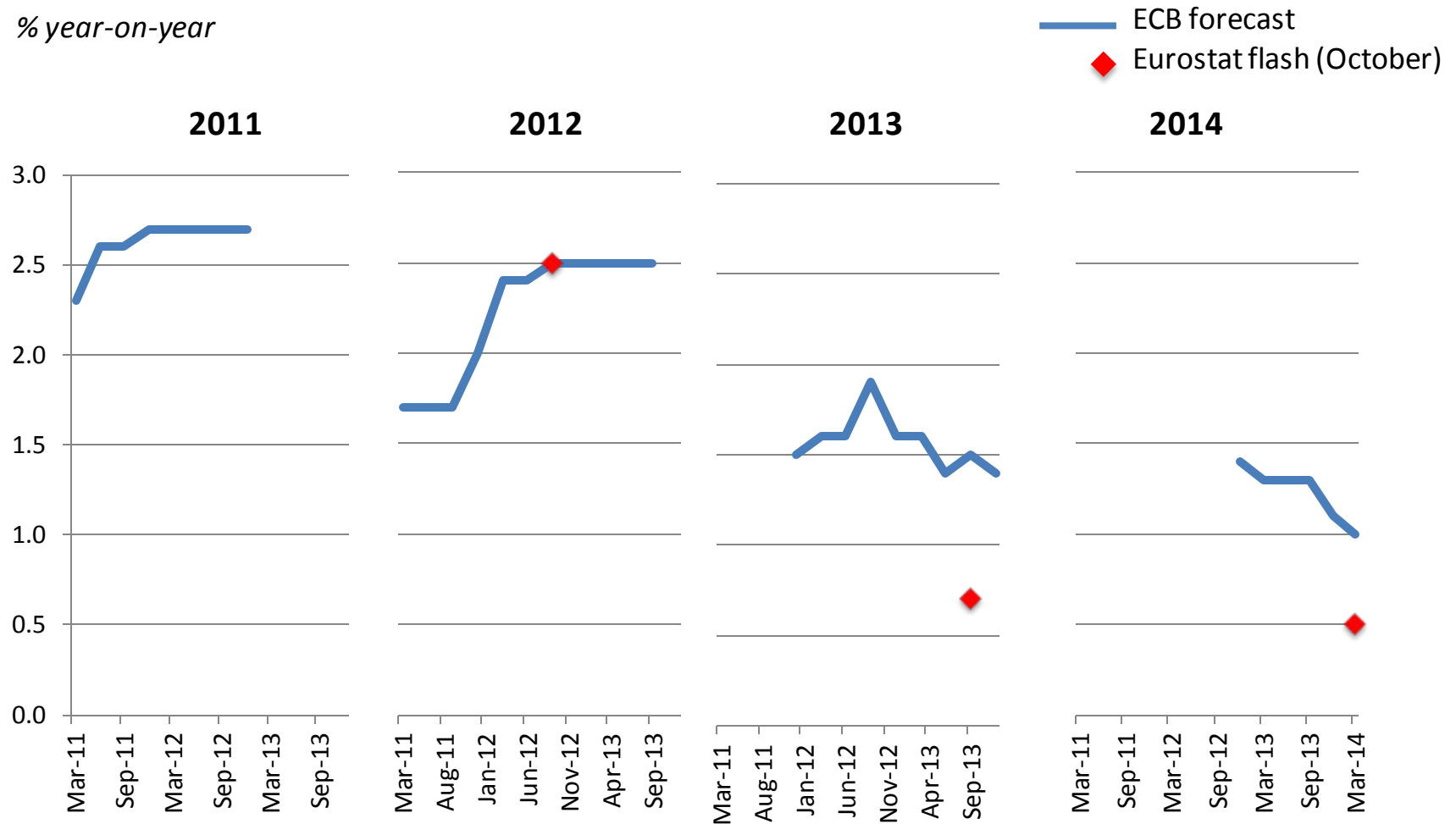
Inflazione AE piú bassa delle aspettative dei mercati

Euro Area inflation and SPF forecasts (YoY HCPI)



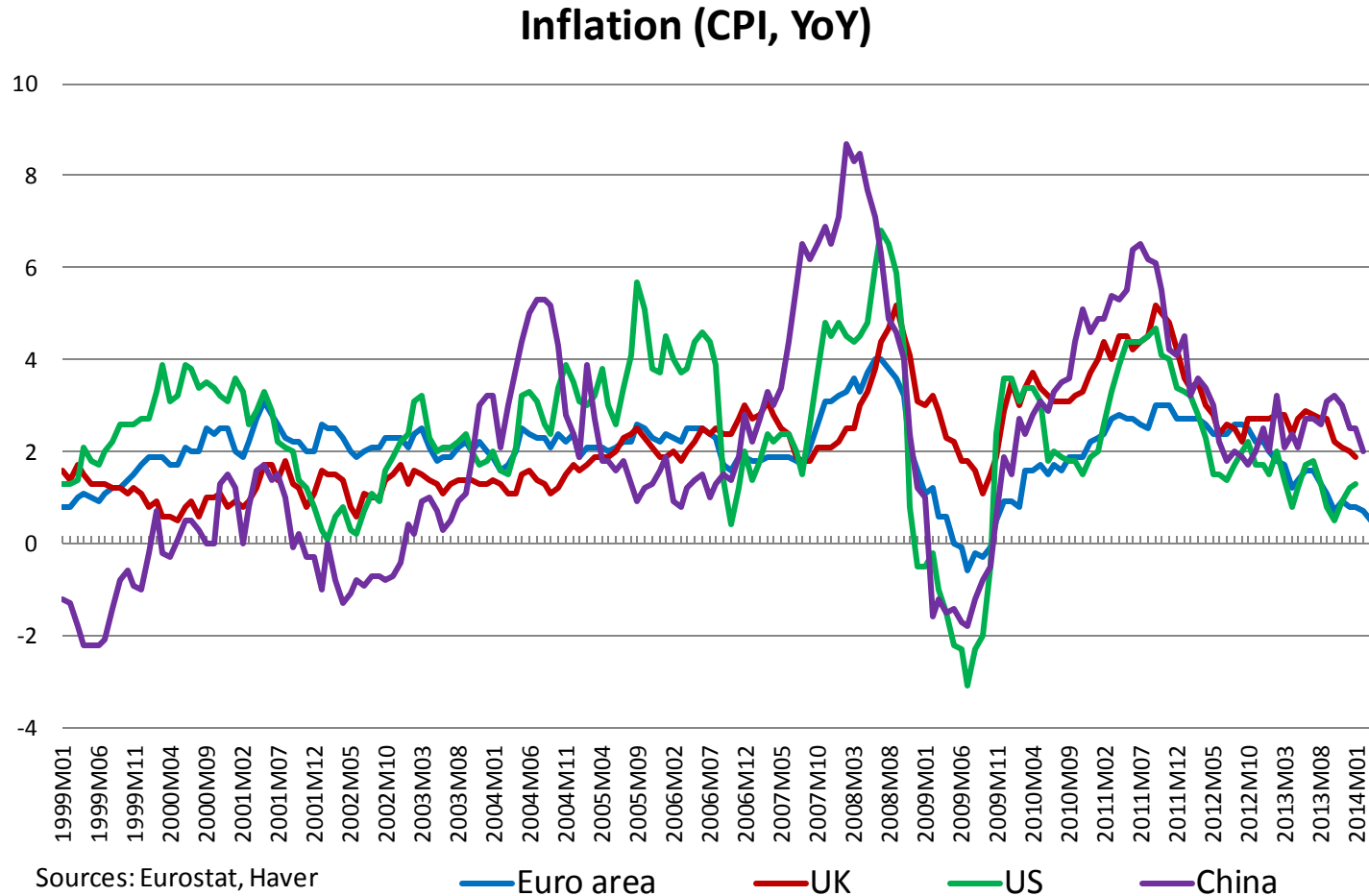
E piú bassa delle previsioni BCE

% year-on-year



Sources: ECB, Eurostat

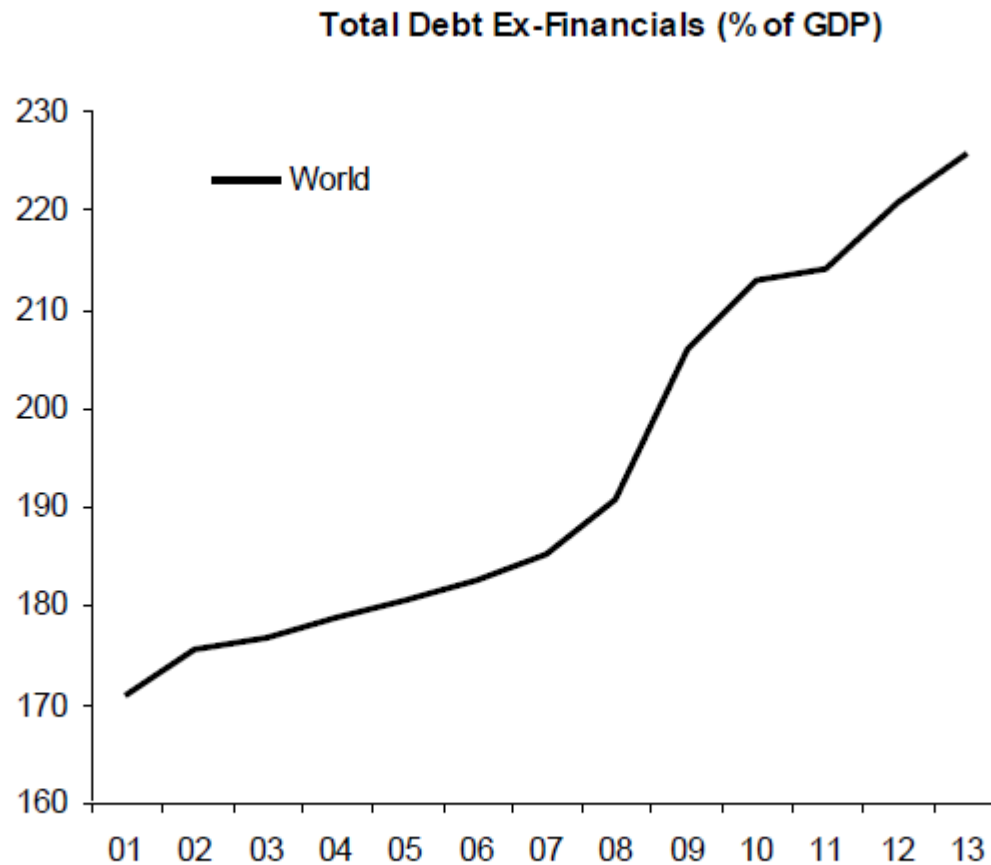
Il rallentamento dell'inflazione è globale



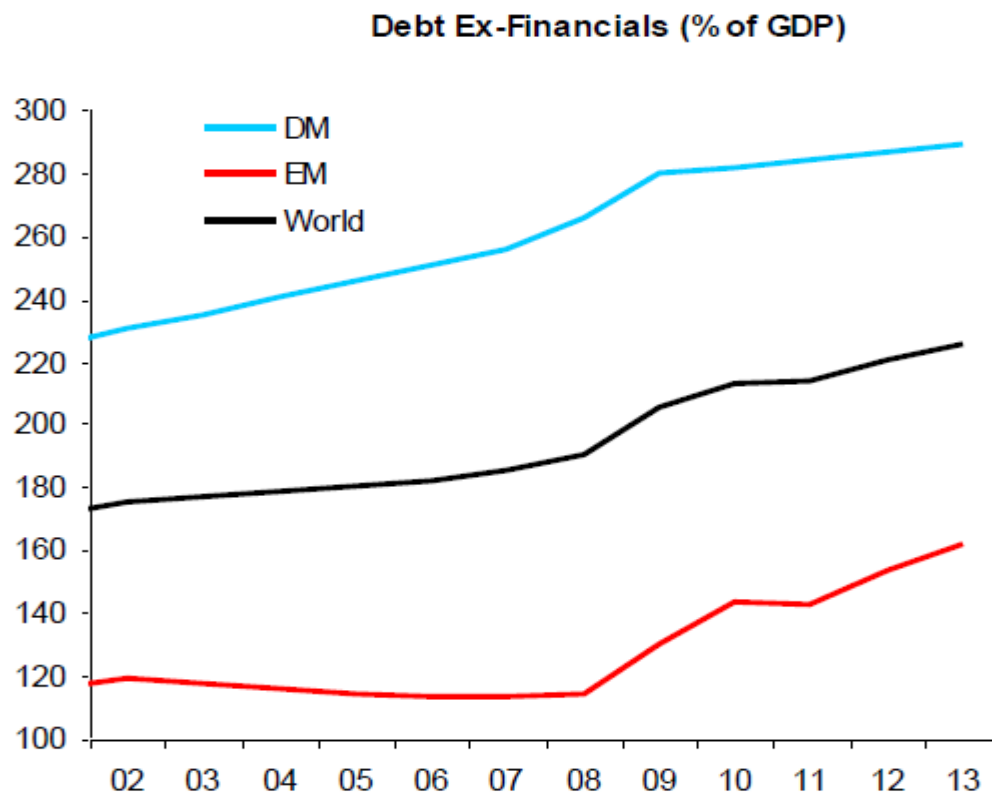
Dove siamo?

(3) Il debito

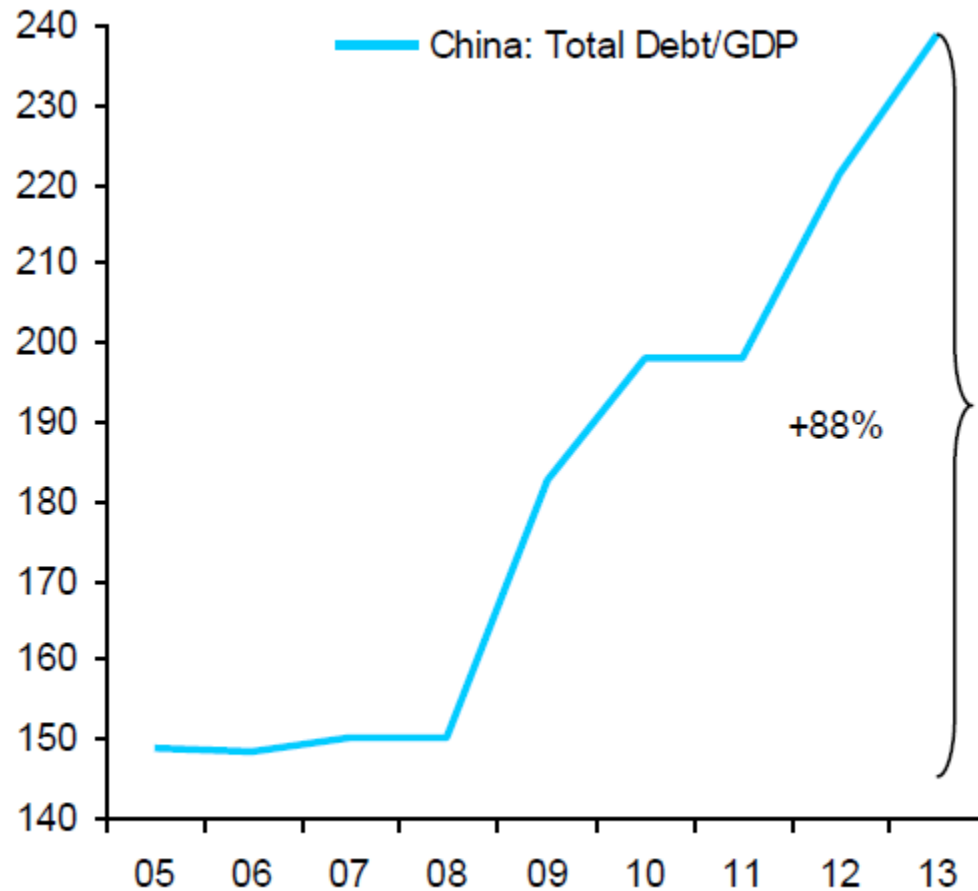
In questa situazione il debito mondiale continua a crescere



Anche se la crescita del debito si è spostata nei paesi emergenti



E in particolare in Cina



Alto debito e debolezza del PIL nominale sono una combinazione pericolosa

Tre problemi:

1. Vulnerabilità agli shocks (remember 2008?)
2. Sostenibilità: quale è la capacità dell'economia globale di sostenere questo debito?
3. Costi dell'aggiustamento in corso (deleveraging)

1. Vulnerabilità

Oggi la vulnerabilità è

- *In Europa:*

Alto stock del debito ereditato dalla crisi (legacy debt) anche se in via in via di stabilizzazione in combinazione con un PIL nominale anemico

- *In Cina:*

Debito ancora in aumento e rallentamento del reddito potenziale

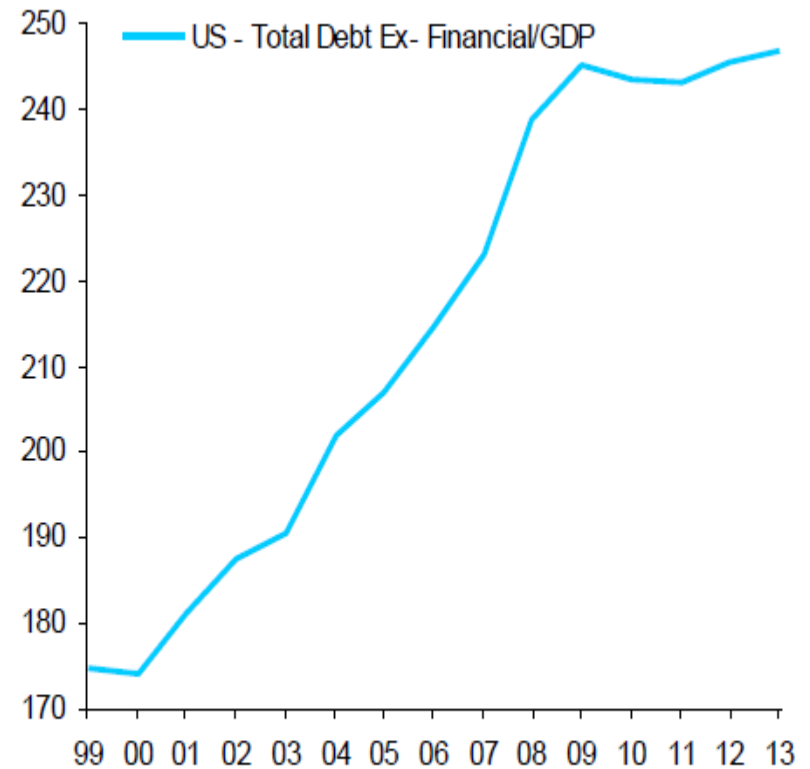
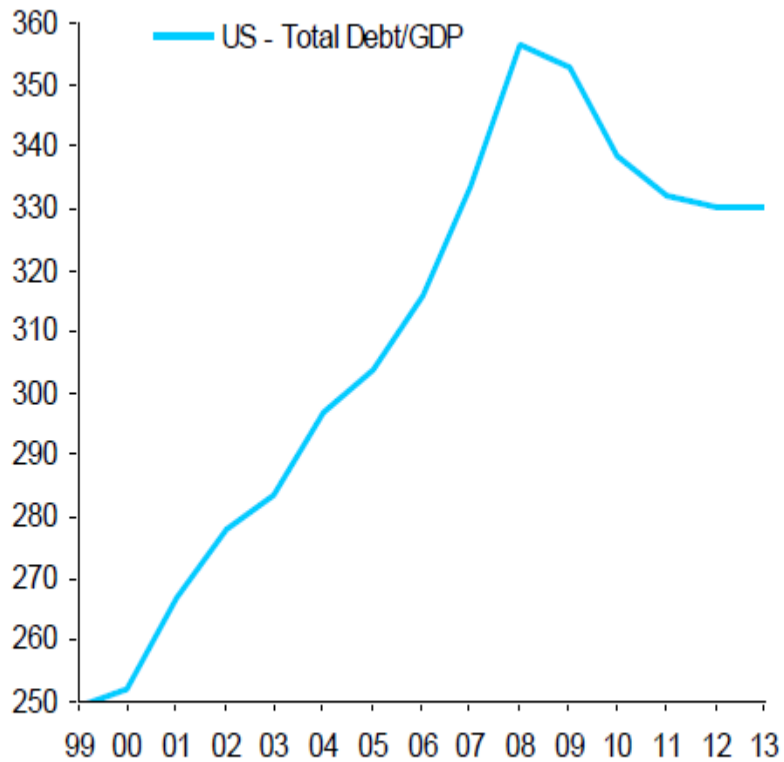
2. Sostenibilità

- La capacità di sostenere il debito dipende dalle risorse necessarie a finanziare la spesa corrente e futura e a ripagare il debito.
- Per un paese questo dipende dal *path temporale del reddito potenziale*
- Ma poiché il debito è contratto in termini nominali, la differenza tra la capacità di sostenere il debito e il debito reale outstanding dipende sia dalla differenza tra path di reddito potenziale e path atteso sia da quella tra inflazione e il suo path atteso

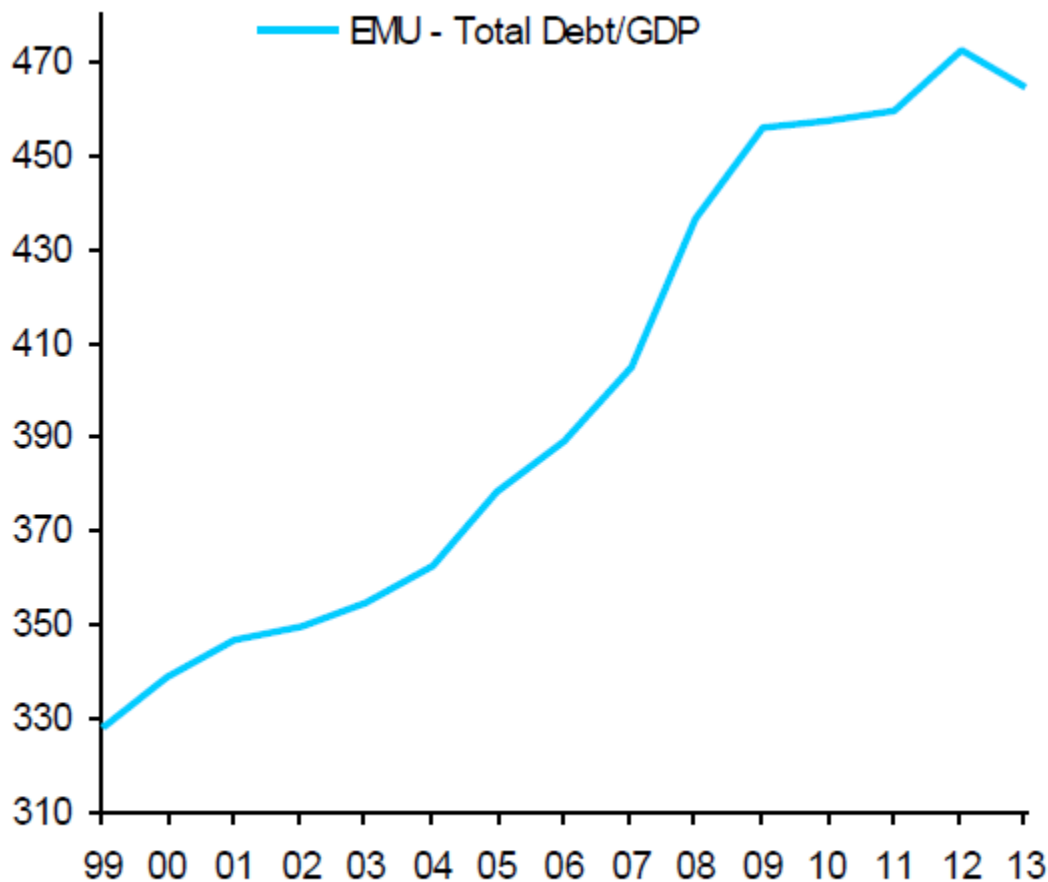
IN ENTRAMBI I CASI SORPRESE NEGATIVE

3. Deleveraging:
a che punto siamo in USA e EA?

Stati Uniti: stabilizzazione

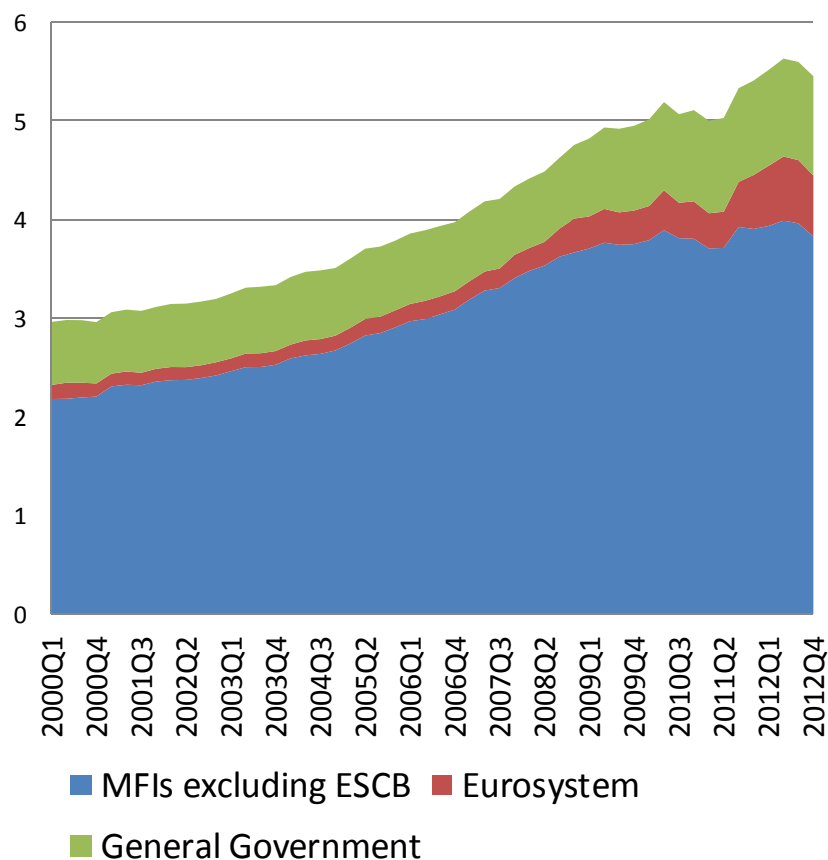


Area Euro: il deleveraging comincia solo ora ... peso per la ripresa?

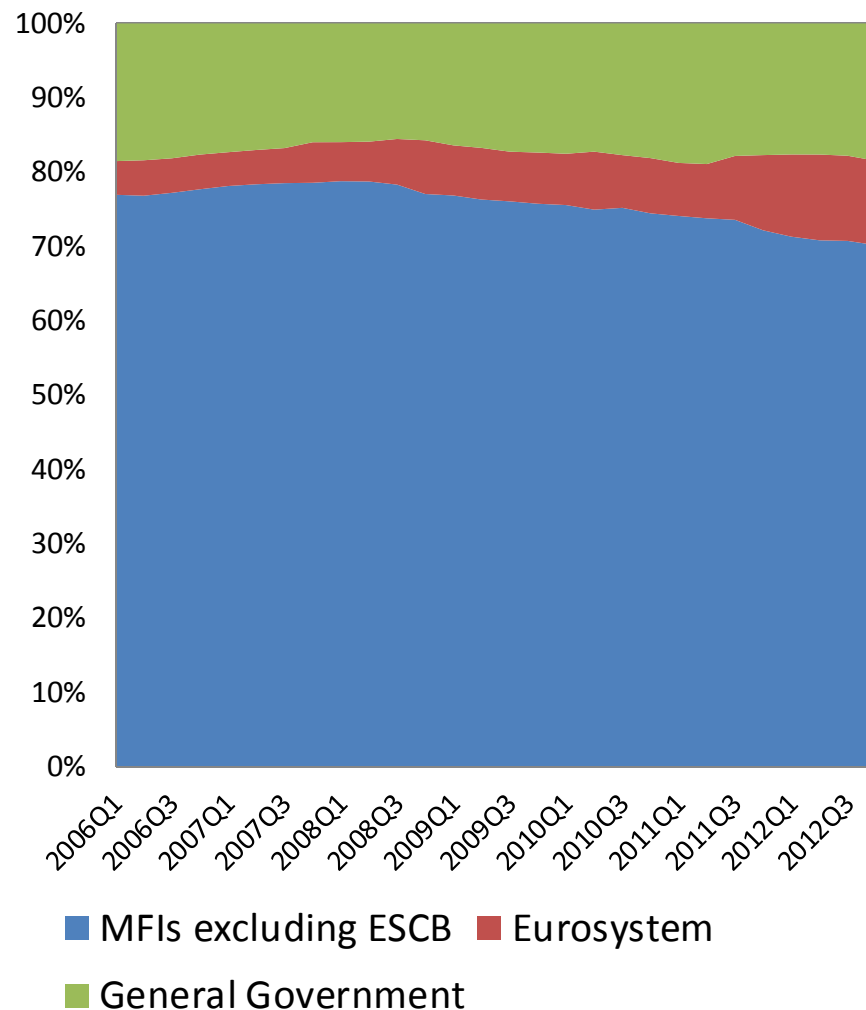


PASSIVITA DI BANCHE, STATI E EURO-SISTEMA: il consolidato non si aggiusta fino alla fine del 2012

EA liabilities (normalized by GDP)



Euro Area liabilities



La sostenibilità è in dubbio nell'area euro

Loop diabolico

- Deleverage (ritardato) delle banche
- In una situazione in cui la recessione protratta ha gonfiato i portafogli di prestiti a sofferenza
- Deleverage anche delle imprese che sono fattore principale dell'aggiustamento ma non di stato e famiglie (per imprese e famiglie la situazione è opposta agli USA)
- Generale contrazione della domanda interna

Nonostante la ripresa e i nuovi segni di vita nel mercato finanziario, c'è un pericolo di tipo giapponese

Due domande per l'area euro?

1. Il mercato non prezza piú una crisi del debito. Perché questa calma?
2. Quali sono i pericoli dell'AQR in questa fase di anemica ripresa?

Su 1

La calma in Europa non sorprende

- Il mercato è calmo in Europa perché la situazione è quella di una repressione finanziaria piú che di una crisi di debito esplosivo
- Ma la vulnerabilitá rimane se la crescita nominale non riparte
- Incidenti sono ancora possibili

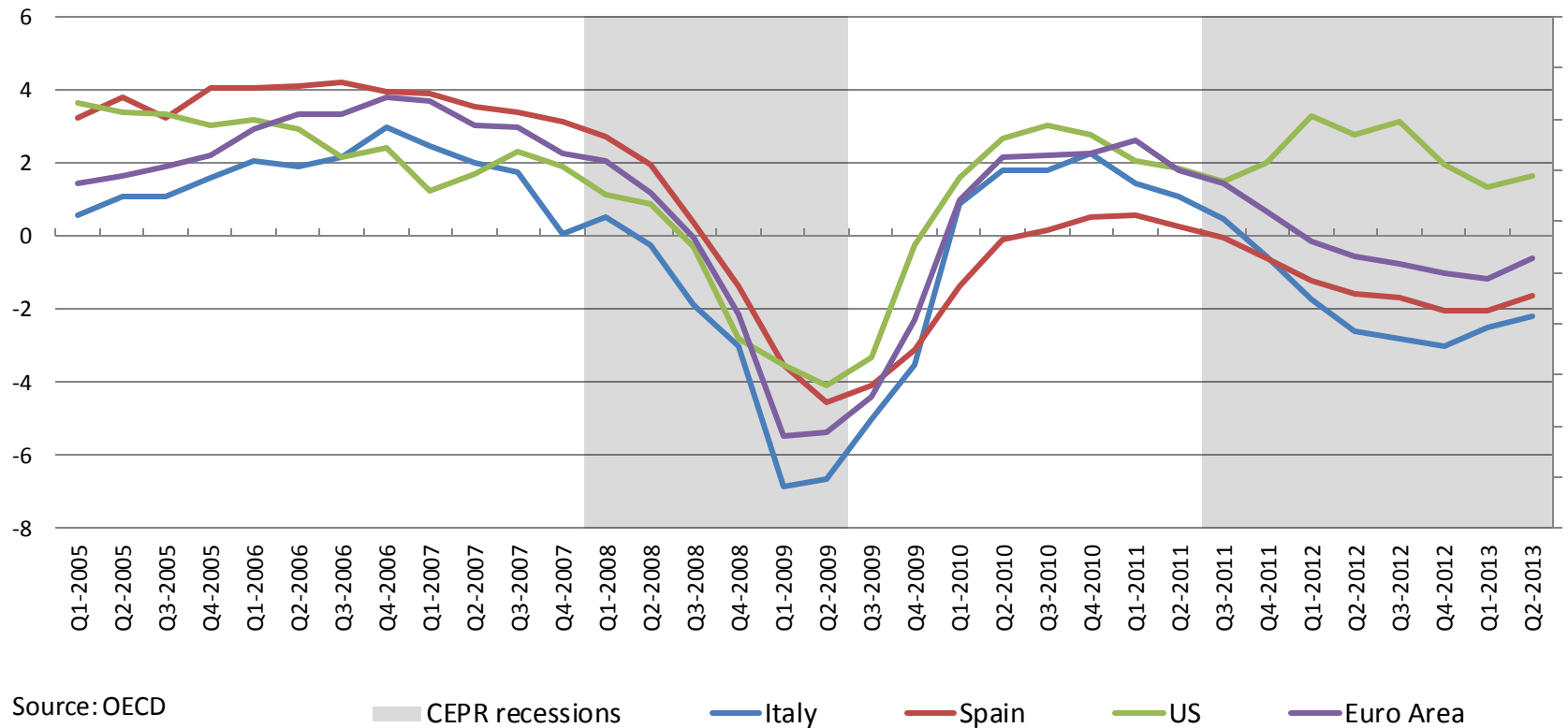
Su 2

La sequenza delle politiche conta e in Europa è stata sbagliata

- USA:
ricapitalizzazione delle banche immediata, deleveraging delle famiglie (non le imprese) con supporto alla domanda della politica monetaria e fiscale ... ripresa nel 2009q3
- AE:
 - ❑ si rimanda la soluzione del problema della solvibilità delle banche e si usa la politica monetaria come unico strumento di sostegno alla intermediazione finanziaria in un mercato sempre più frammentato dal punto di vista geografico ... il problema del debito esplode nel 2011 ... la frammentazione geografica porta ad una correlazione di rischio banche e stati che rende inefficace l'azione di politica monetaria.
 - ❑ Il credito crolla nonostante una maggiore aggressività dell'azione BCE
 - ❑ In questa fase si affronta il problema delle banche con l'AQR

L'area euro ha avuto una seconda recessione – non gli Stati Uniti

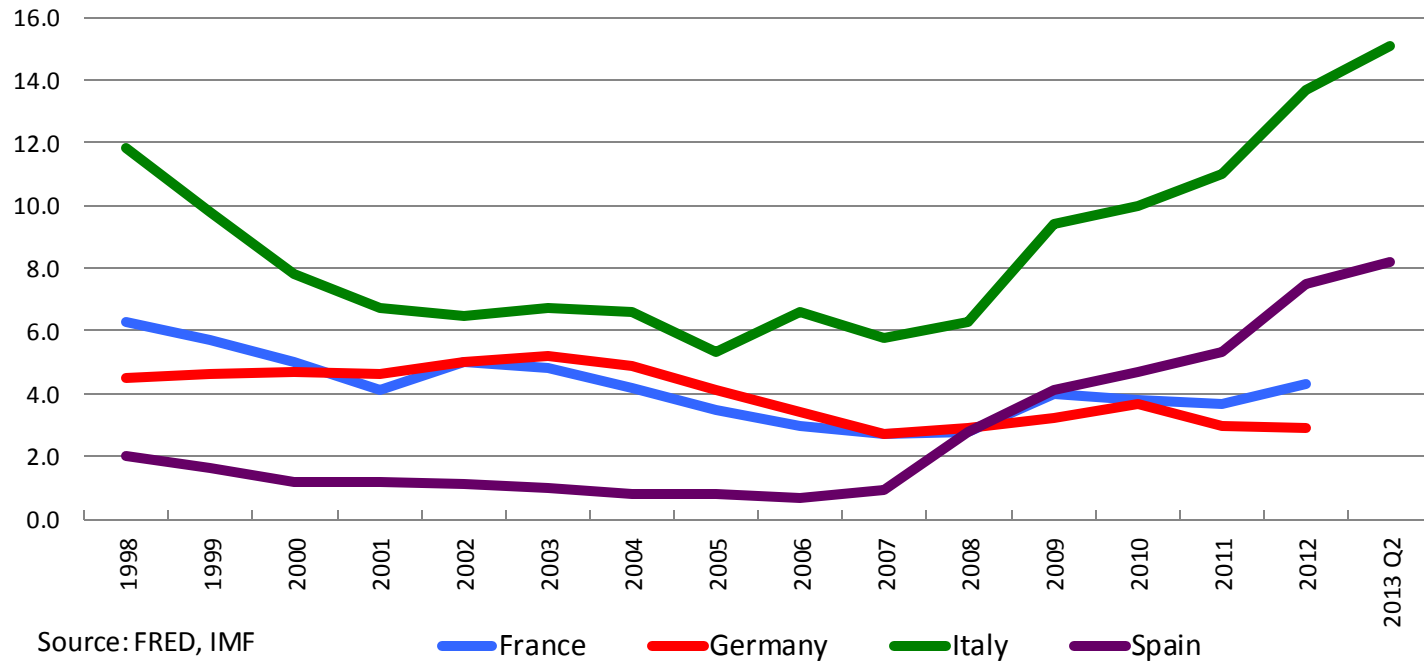
YoY real GDP growth



Source: OECD

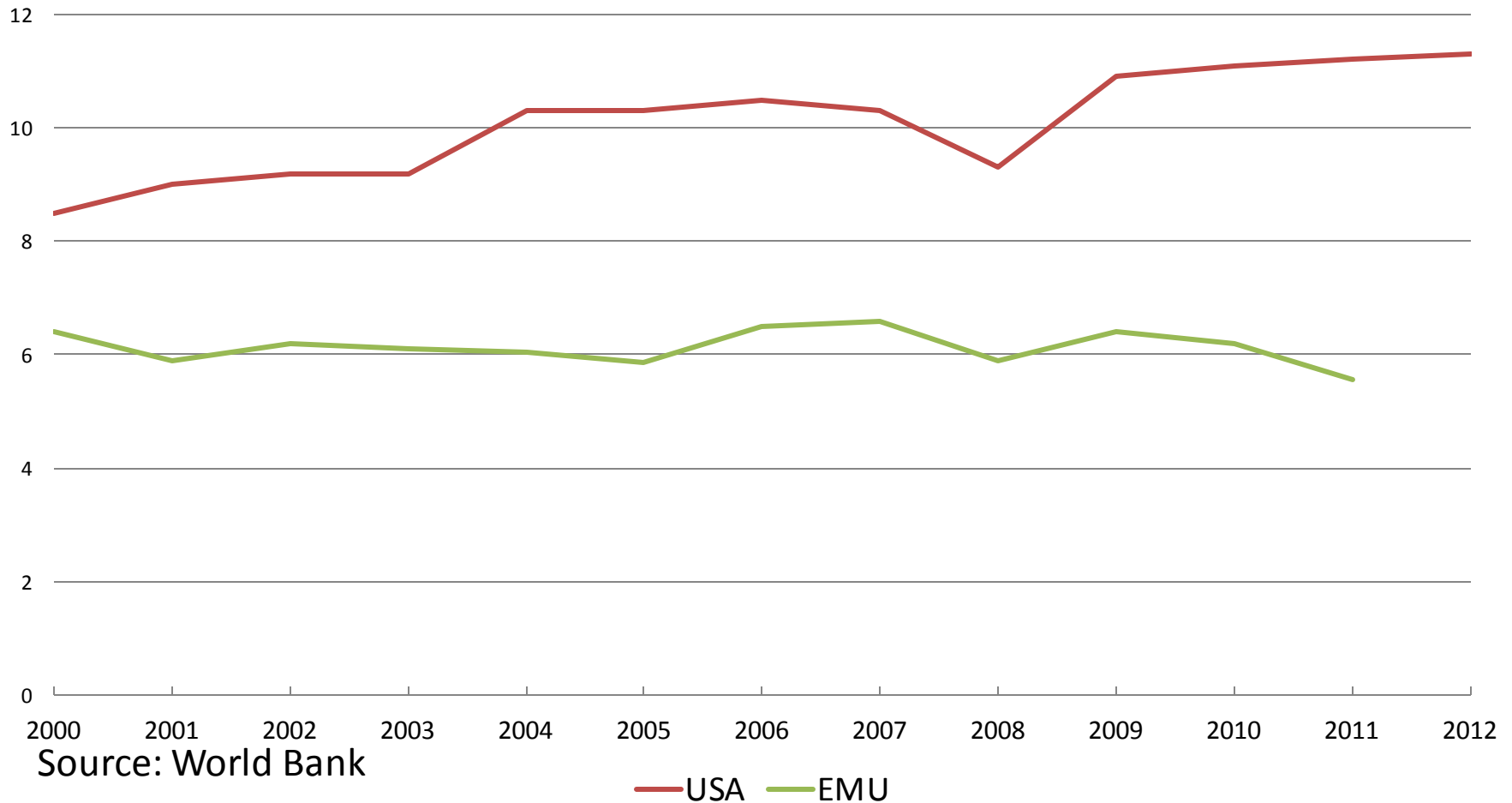
I prestiti a sofferenza sono in aumento

Non performing loans / total loans



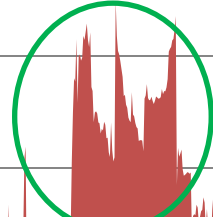
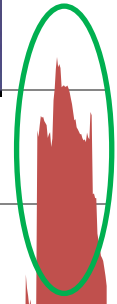
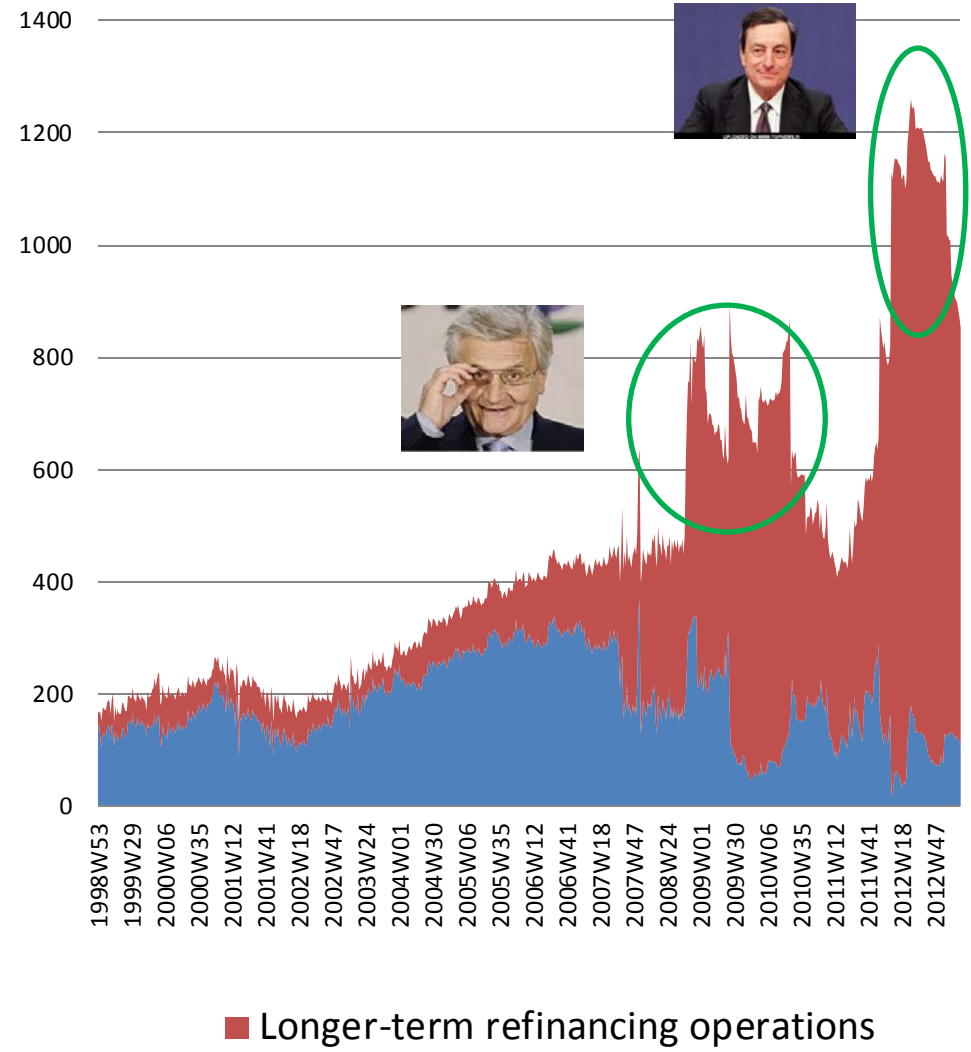
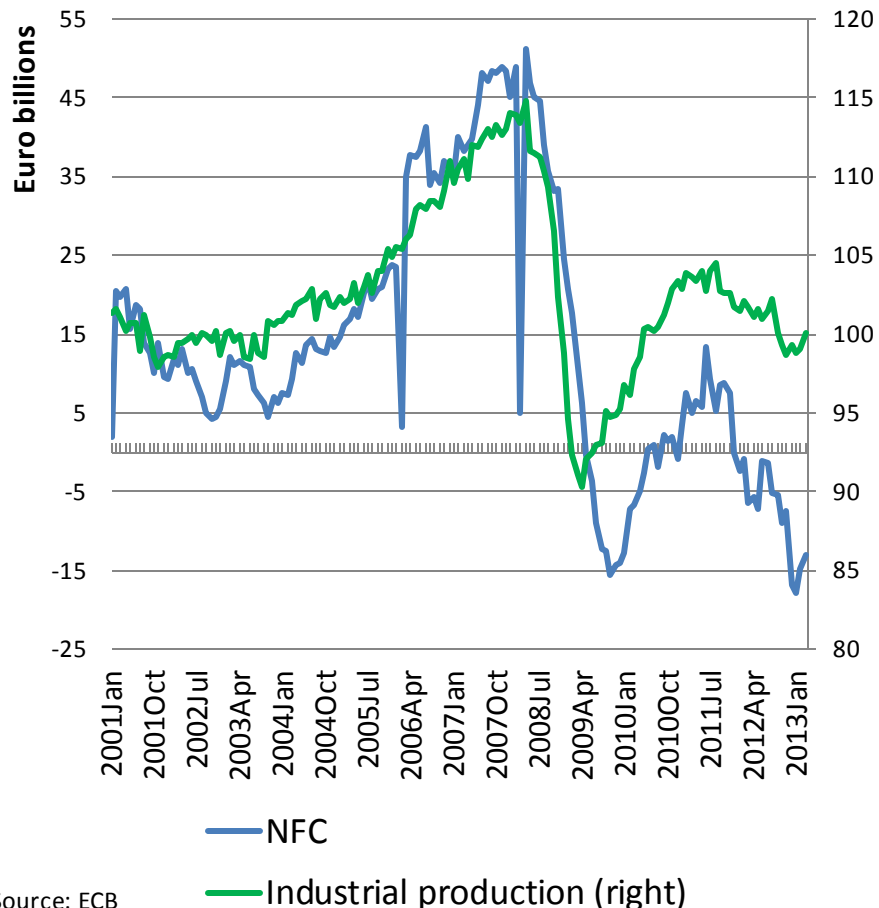
Le banche EMU non aggiustano il debito e continuano ad essere sotto-capitalizzate fino a tutto il 2012 ... la pressione del regolatore arriva in ritardo

Bank capital to assets ratio (%)



La debolezza del credito relativa e maggiore nel 2012/13 che nel 2009/10

Loan flows (6m MA) and industrial production



Source: ECB

Sequenza nell'area euro dove siamo?

- AQR avviene in ritardo e pesa sulla ripresa
- Ma è un passaggio obbligato
- Necessario accompagnarlo con politiche monetarie accomodanti (!) e con una strategia x affrontare lo stock del legacy debt ...
Ambedue cose sono assenti!!

Policy matters ... ex-ante ma anche ex-post

Ex-post:

- Lezioni dagli USA per il resto del mondo: affrontare il problema del debito delle banche da subito e sostenere il deleveraging del settore privato con politiche monetarie e fiscali espansive
- In Europa: politica monetaria non tradizionale + affrontare il problema dello stock del debito (stocks matter) e trovare soluzioni per eliminare una parte del “legacy debt”