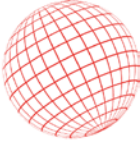


Europa tra crescita e rigore fiscale

Lucrezia Reichlin
London Business School & Now-Casting
Economics Ltd

Festival della democrazia
Torino 29 marzo 2015

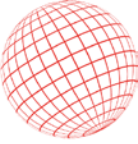


L'OTTIMISMO DI OGGI

La ripresa nell'area euro e (anche) in Italia è finalmente arrivata

Previsioni EC crescita annuale PIL

	2013	2014	2015	2016
Area Euro	-0.5	0.8	1.3	1.9
Italia	-1.9	-0.5	0.6	1.3



Tuttavia

A. Gli ultimi 7 anni pesano: la perdita in termini di prodotto e di lavoro è stata massiccia - in particolare in Italia

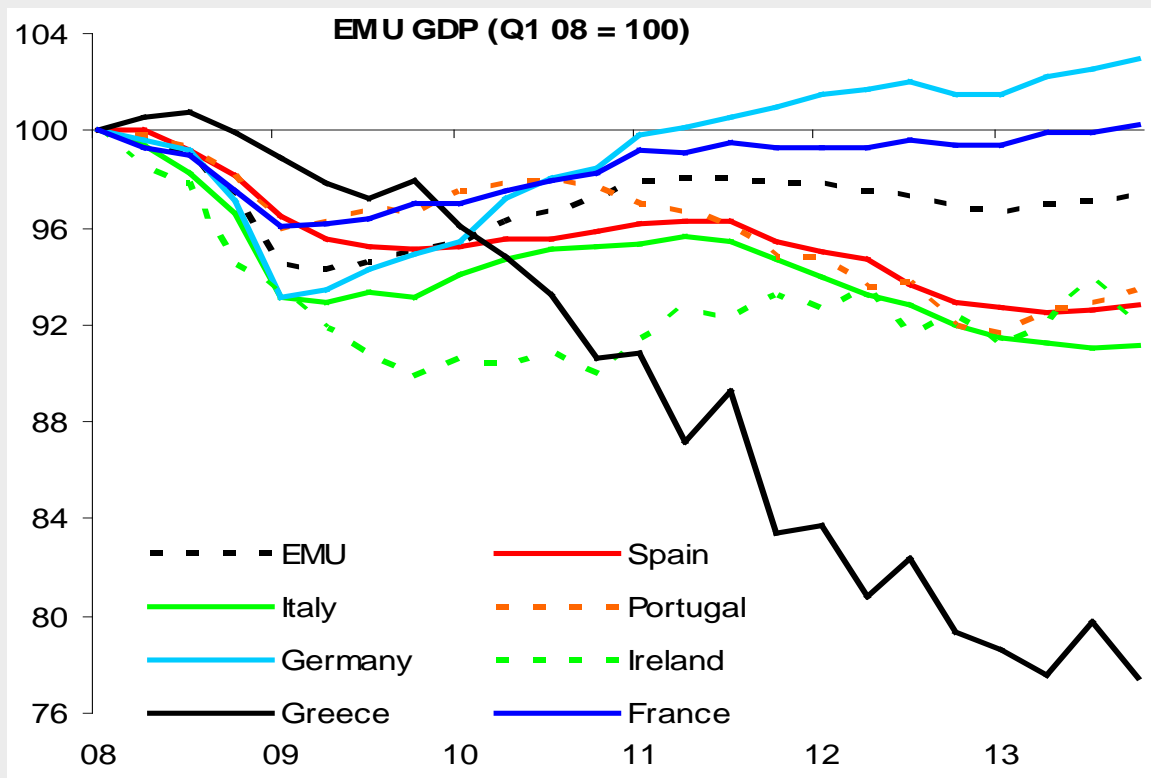
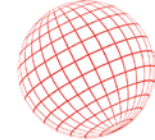
B. E' possibile che:

- (i) Una parte della perdita sia permanente
- (ii) Non si ritorni al tasso di crescita medio prima della crisi
- (iii) La disoccupazione sarà strutturalmente alta anche con un ritorno alla crescita

C. Il debito complessivo è ancora molto alto - con una crescita nominale bassa, nonostante il bonus del QE e del petrolio, rimaniamo vulnerabili

D. La governance dell'euro è ancora inadeguata

L'Italia dalla crisi



Crescita di medio-lungo periodo: verso quale trend stiamo andando?

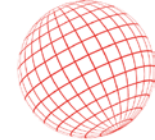
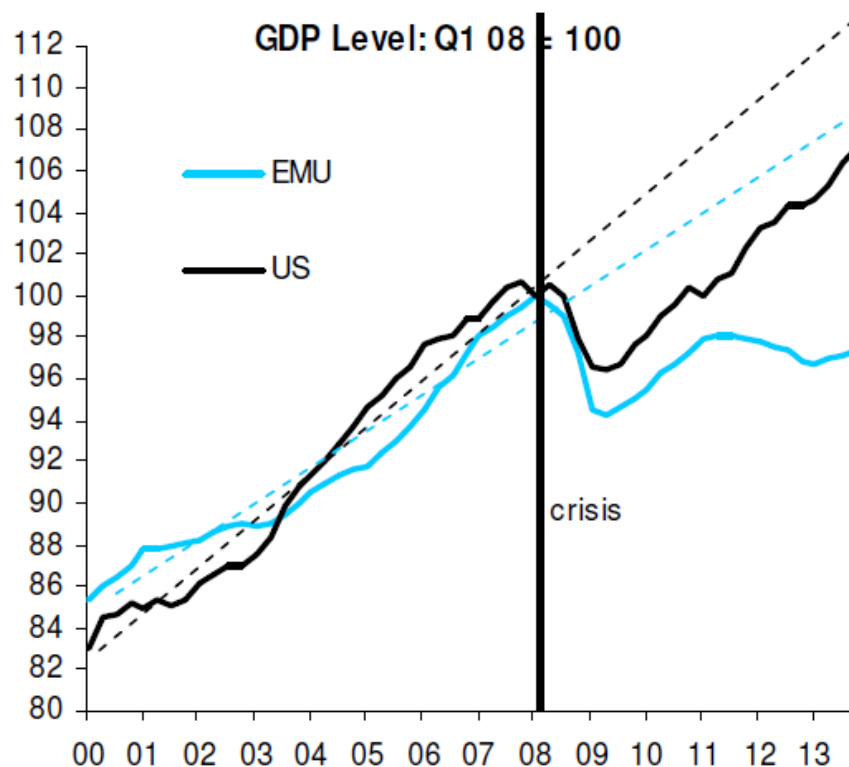
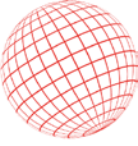


Figure 4.2.11

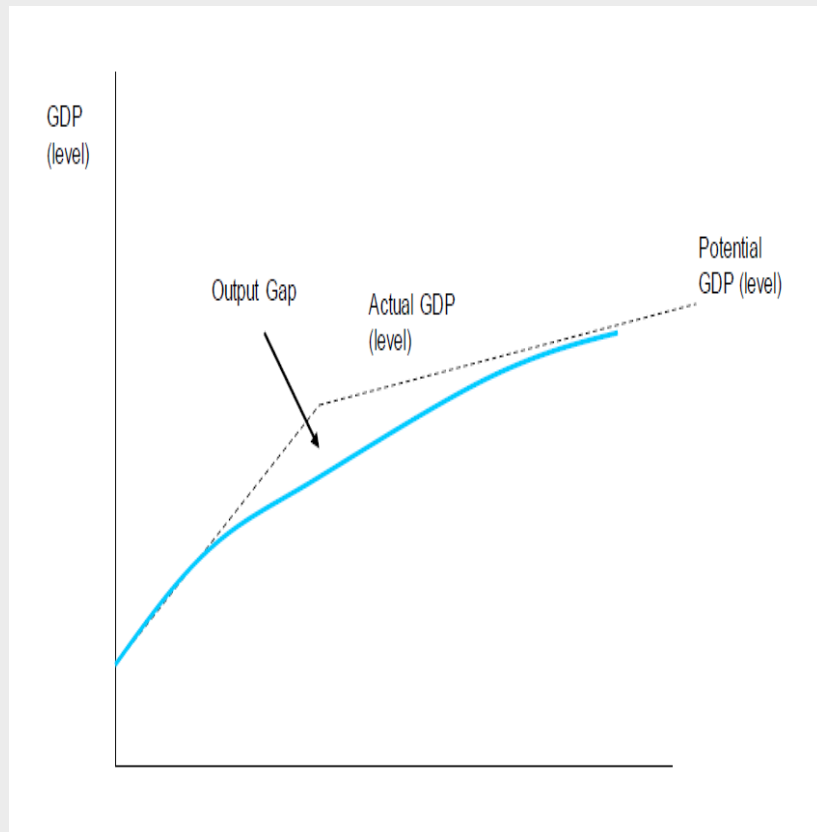


Source: authors' calculations based on national accounts data.

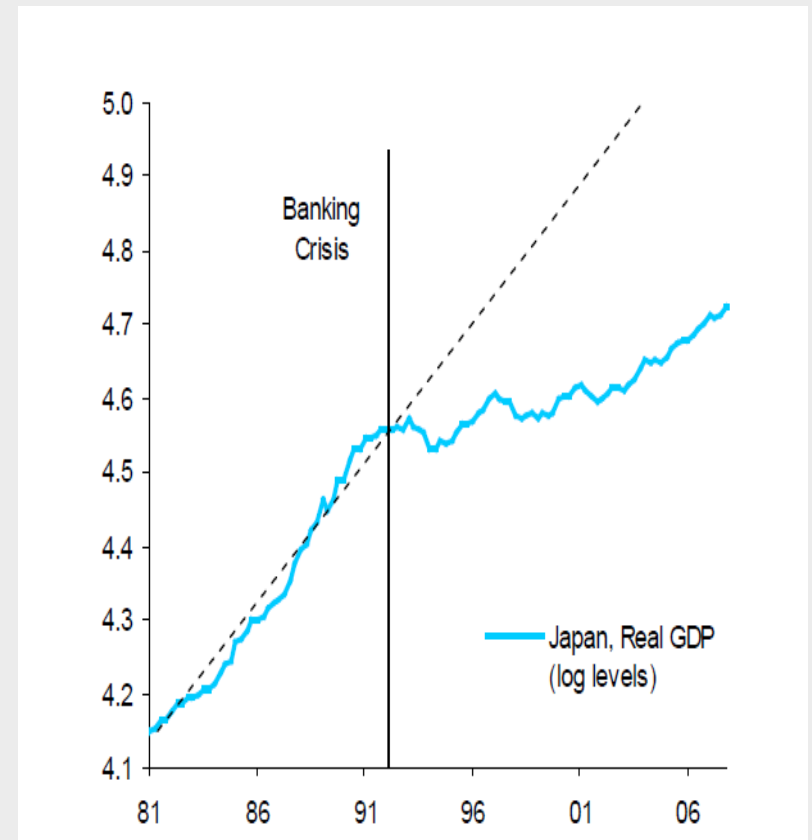
Come il Giappone degli anni 90?



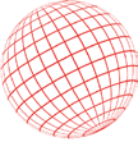
Il trend cambia, ma il livello della produzione tiene



..... Giappone anni 90

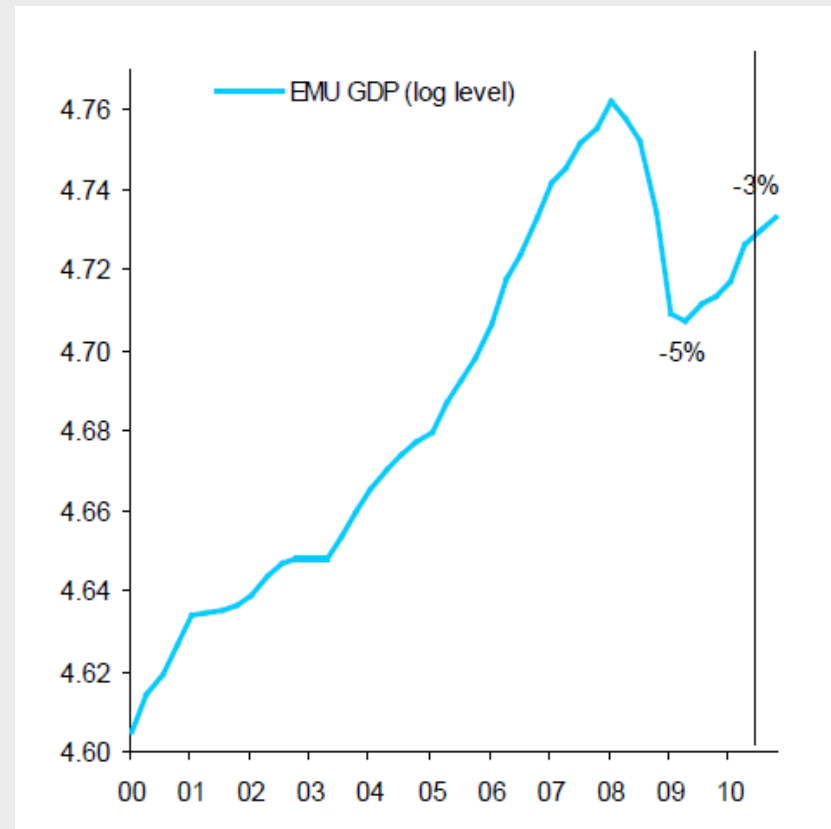
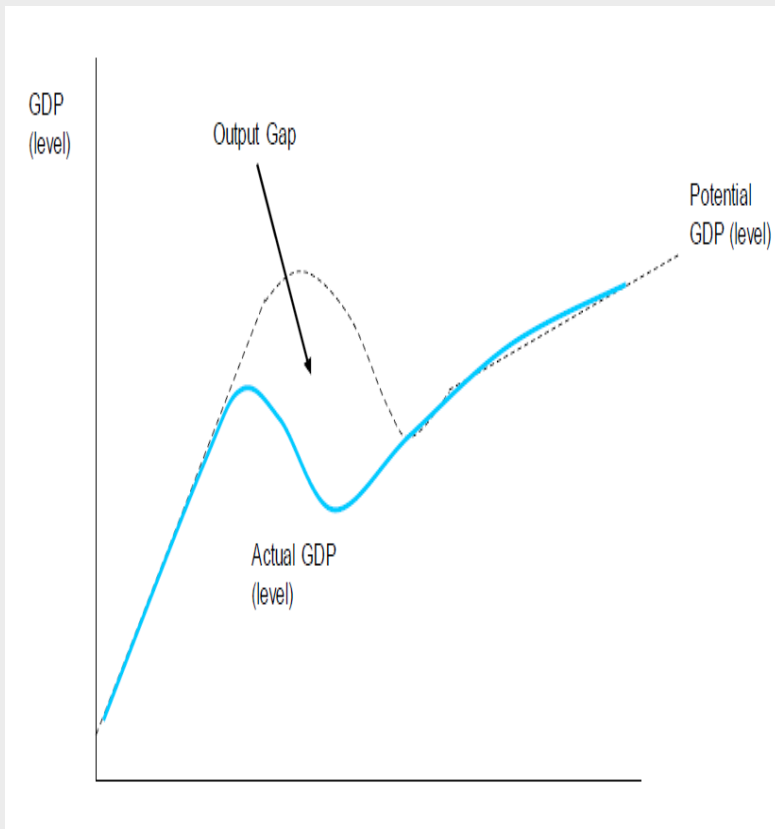


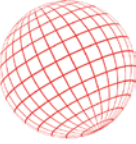
No! ... molto peggio



La produzione declina in modo persistente e così anche i trend

Area euro





Tuttavia

A. Gli ultimi 7 anni pesano: la perdita in termini di prodotto e di lavoro è stata massiccia - in particolare in Italia

B. E' possibile che:

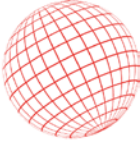
(i) Una parte della perdita sia permanente

(ii) Non si ritorni al tasso di crescita medio prima della crisi

(iii) La disoccupazione sarà strutturalmente alta anche con un ritorno alla crescita

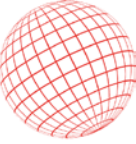
C. Il debito complessivo è ancora molto alto - con una crescita nominale bassa, nonostante il bonus del QE e del petrolio, rimaniamo vulnerabili

D. La governance dell'euro è ancora inadeguata



Previsioni BCE

	2014	2015	2016	2017
PIL	0.9	1.5	1.9	2.1
Inflazione HICP	0.4	0	1.5	1.8
Tasso disoccup	11.6	11.1	10.5	9.9



Tuttavia

A. Gli ultimi 7 anni pesano: la perdita in termini di prodotto e di lavoro è stata massiccia - in particolare in Italia

B. E' possibile che:

(i) Una parte della perdita sia permanente

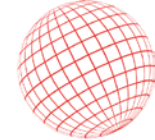
(ii) Non si ritorni al tasso di crescita medio prima della crisi

(iii) La disoccupazione sarà strutturalmente alta anche con un ritorno alla crescita

C. Il debito complessivo è ancora molto alto - con una crescita nominale bassa, nonostante il bonus del QE e del petrolio, rimaniamo vulnerabili

D. La governance dell'euro è ancora inadeguata

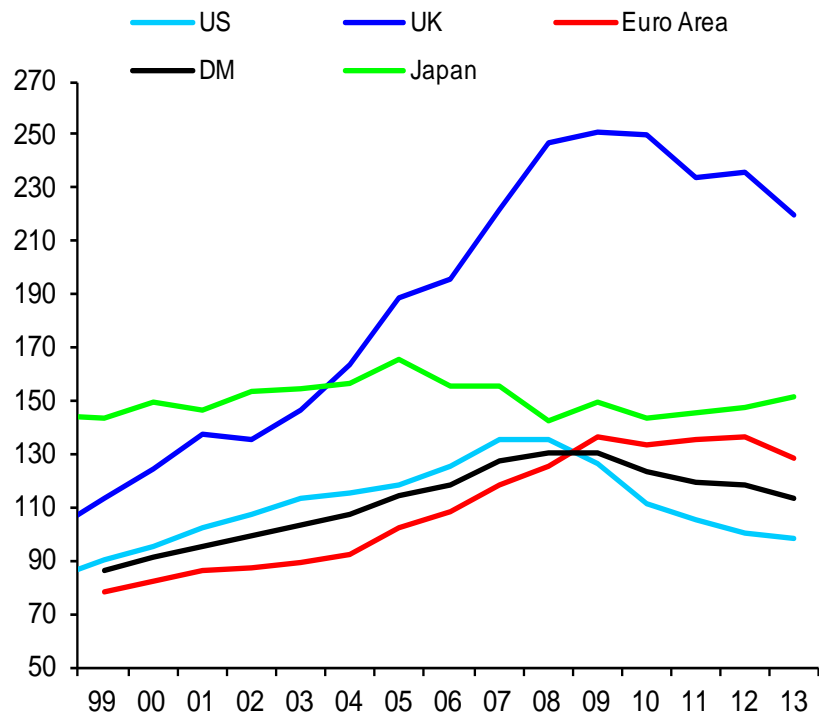
Il peso del debito



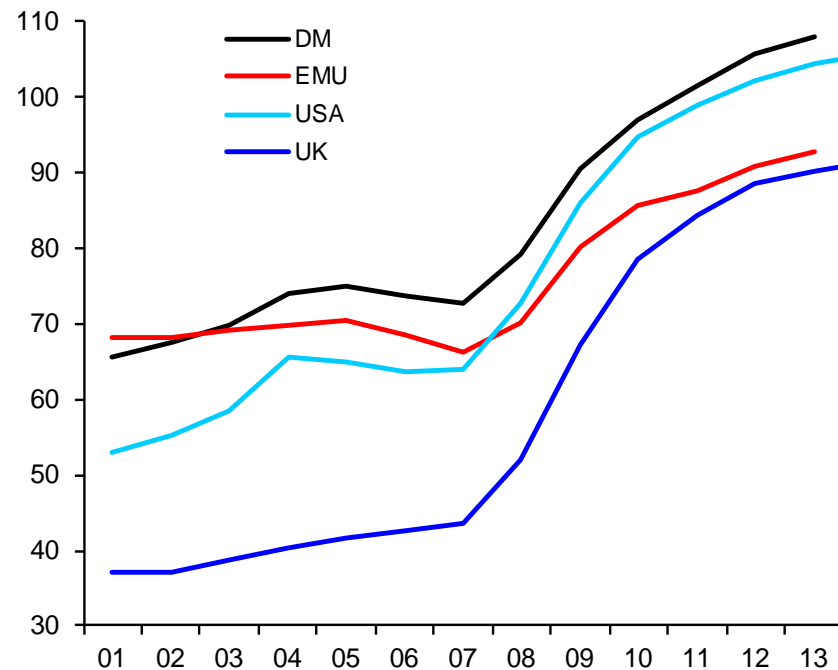
i. L'aggiustamento del settore finanziario e cominciato solo nel 2013 mentre il debito pubblico e ancora in crescita

ii. Il rapporto debito pubblico/PIL e piu basso che in altri paesi avanzati ma non e stabilizzato Il problema non e il livello, ma la minaccia di una redistribuzione

Private debt - Financials (% of GDP)

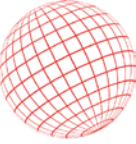


Public Debt (% of GDP)



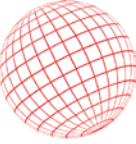
Source: Authors' calculation based on OECD, IMF and national accounts data. See Data Appendix at the end of the report.

Note: DM = developed markets; EM = emerging markets; EMU = Eurozone .



Tuttavia

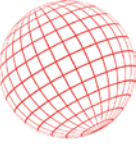
- A. Gli ultimi 7 anni pesano: la perdita in termini di prodotto e di lavoro è stata massiccia - in particolare in Italia
- B. E' possibile che:
 - (i) Una parte della perdita sia permanente
 - (ii) Non si ritorni al tasso di crescita medio prima della crisi
 - (iii) La disoccupazione sarà strutturalmente alta anche con un ritorno alla crescita
- C. Il debito complessivo è ancora molto alto - con una crescita nominale bassa, nonostante il bonus del QE e del petrolio, rimaniamo vulnerabili
- D. La governance dell'euro è ancora inadeguata**



Cosa abbiamo capito dalla crisi?

Trattato di Maastricht inadeguato in molte dimensioni:

- I. Regole non chiare per affrontare il problema dell'insolvenza di stati e banche - In particolare per banche troppo grandi rispetto al loro stato di appartenenza
- II. "Impossible trinity": no exit, no default, no bailout
- III. In genere, regole troppo coercitive ex-ante e non credibili ex-post



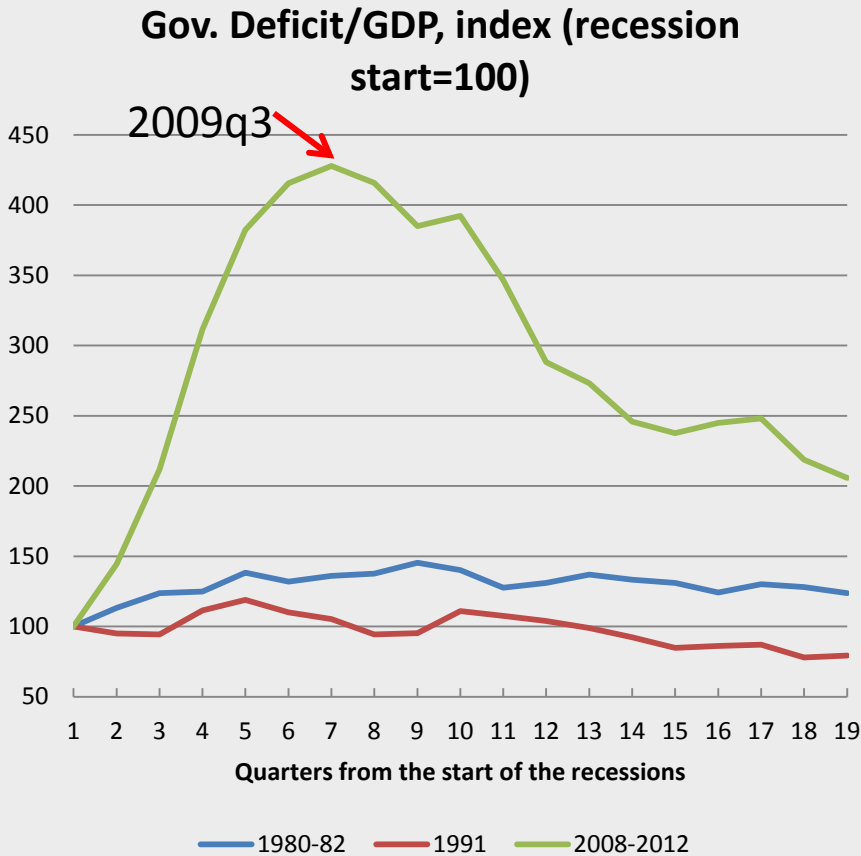
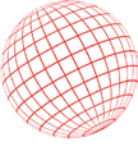
Conseguenza

- I. Politica fiscale pro-ciclica
- II. Ritardo nella ricapitalizzazione delle banche
- III. Troppo peso sulle spalle della BCE
- IV. Incertezza sulla sopravvivenza dell'euro – alternanza di fasi “risk on” e “risk off”

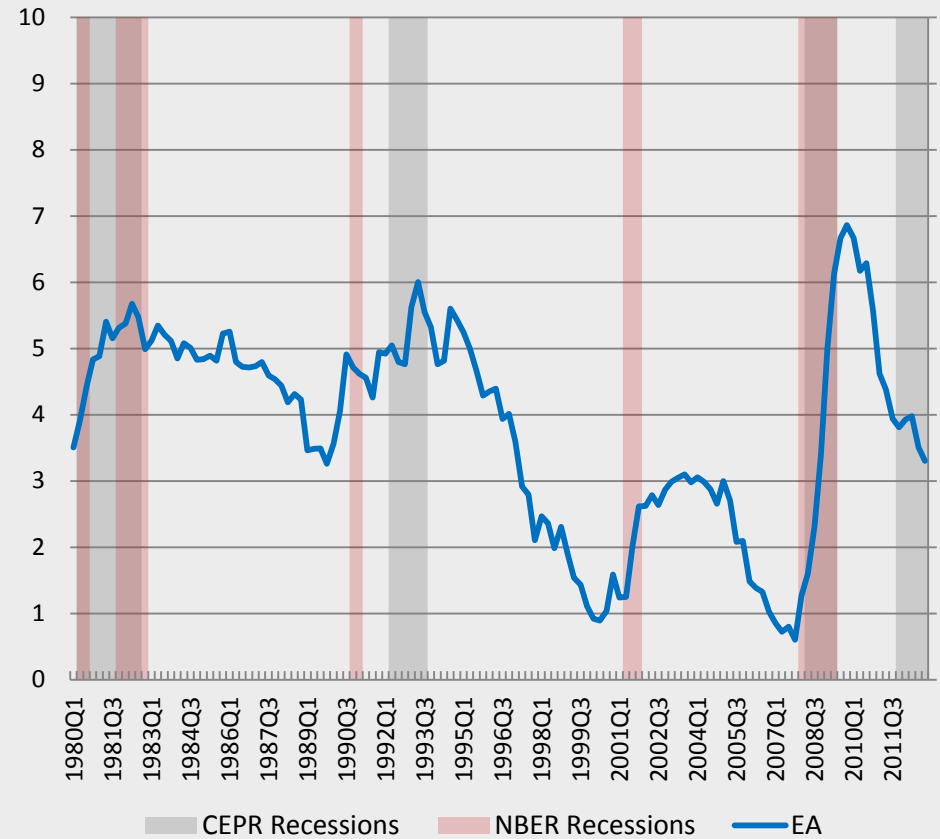
Politica fiscale

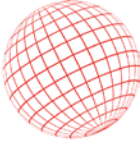
Deficit pubblico in prospettiva storica

huge deleveraging since 2009



Government Deficit / GDP (%)

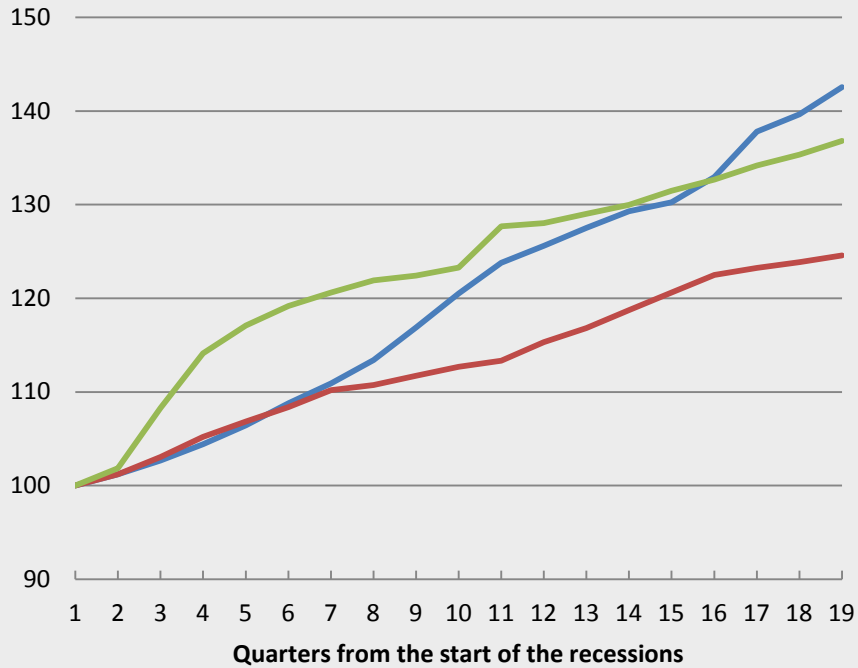




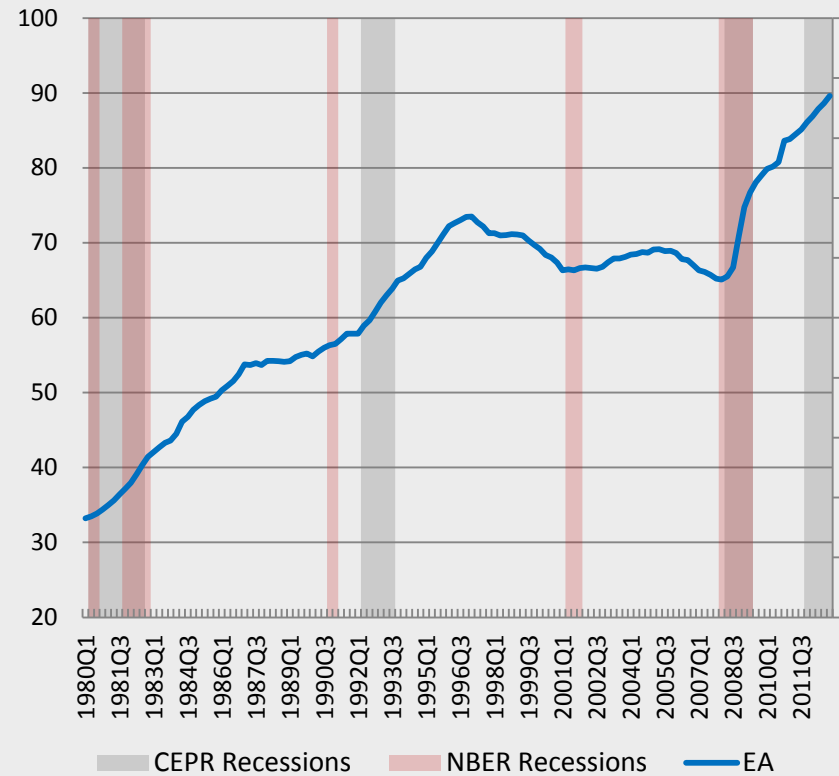
Debito pubblico in prospettiva storica

Il rigore non ha portato alla stabilizzazione

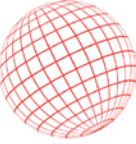
Gov. Debt/GDP, index (recession start=100)



Government Debt / GDP (%)



— 1980-82 — 1991 — 2008-2012



Progressi sono stati fatti ma parziali

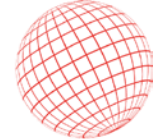
Progressi parziali:

- **Meccansimo unico di supervisione bancaria** ma unione bancaria incompleta
- **Fiscal compact** - manca di credibilit 
- **“Lender of last resort”**: OMT della BCE ancora non testato e Meccansimo Europeo di Stabilizzazione troppo piccolo

Assente:

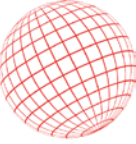
- Meccanismo credibile per l’aggiustamento macroeconomico
- Strumenti per affrontare il problema del debito

Molto resta da fare



1. Riforma della governance che differenzi tra una nuova architettura nel lungo periodo e il problema della transizione (come arrivarci) sapendo che questo processo è reso difficile dalla legacy di un alto debito pubblico e privato
2. Completare l'unione bancaria
3. Riformare il framework fiscale per evitare che la stance fiscale complessiva dell'Unione – come effetto dell'aggiustamento richiesto ai paesi singoli – sia, nell'aggregato, eccessivamente restrittiva o pro-ciclica (eg fiscal council)

Tutto ciò implica accettare una maggiore condivisione del rischio e perciò non è possibile senza un approfondimento del controllo democratico europeo



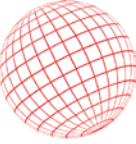
**MA ANCHE QUESTO NON E'
SUFFICIENTE ... PER LA CESCITA DI
LUNGO PERIODO**

Questi progressi sono condizione necessaria
ma non sufficiente per la crescita

Quanto puo crescere l'Europa?

- Crescita potenziale sotto tra 1 e 1.5 possibile
- Il rallentamento della crescita potenziale e il risultato dell'eredita della crisi ma anche dei problemi pre-crisi
- La riflessione sulle politiche della crescita oggi devono partire dall'osservazione della situazione pre-crisi

Due fatti

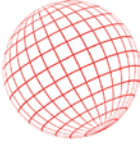


Fatto 1

L'AE dal 1970 al 2007 ha mantenuto un gap costante con gli US in PIL per capita (no convergence)

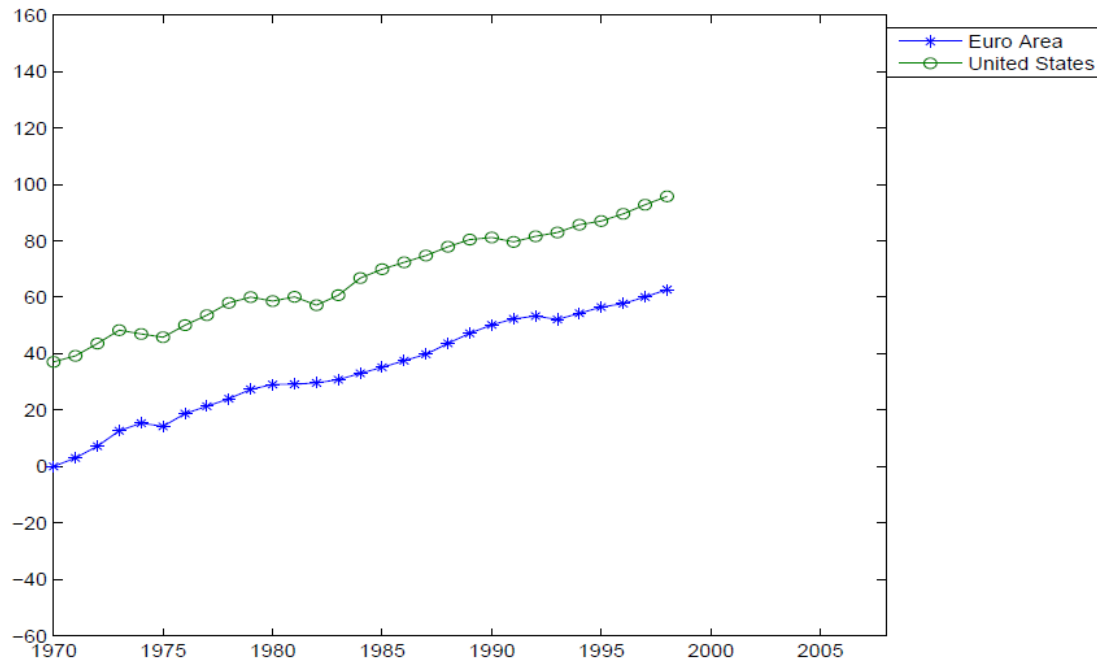
L'introduzione dell'euro non ha cambiato questo path

Il Mercato Unico e l'integrazione finanziaria da soli non bastano per garantire convergenza



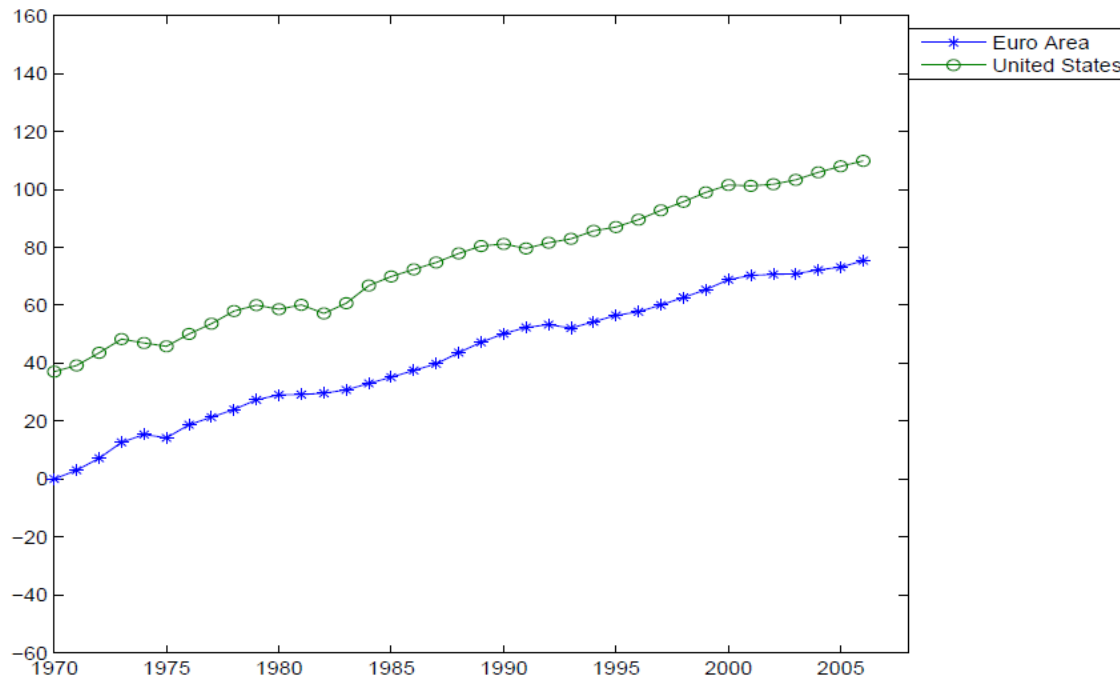
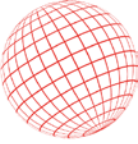
LA FRONTIERA

Livelli di PIL per capita pre-euro: 1970-1999



LA FRONTIERA

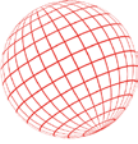
... Niente cambia se si includono i primi nove anni dell'euro



FRONTIERA PIL, OCCUPAZIONE E PRODUTTIVITA'

Due regimi:

- *dal settanta al post-recessione anni 90* la crescita della produttività del lavoro in Europa è stata più alta di quella degli Stati Uniti ma l'utilizzazione del lavoro (rapporto occupazione-popolazione) più bassa
- *dalla metà degli anni novanta c'è una inversione*: la crescita della produttività del lavoro diventa più alta negli USA e in Europa si accresce l'occupazione



DA GLI ANNI 90: UN SEMPLICE CALCOLO

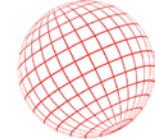
$$\text{PIL : POP} = \text{PIL : ORE} * \text{ORE : OCCUPATI} * \text{OCCUPATI : POP}$$

Table 5. Decomposition of EU15/USA Real GDP/Person Gap, 1950-2007

	<i>Y/P</i>	<i>Y/HW</i>	<i>HW/E</i>	<i>E/P</i>
1950	0.482	0.381	1.190	1.063
1973	0.680	0.629	1.092	1.000
1995	0.700	0.853	0.974	0.843
2007	0.675	0.769	0.947	0.928

Note: the table shows the identity $Y/P = Y/HW \times HW/E \times E/P$ for the ratio of EU15/USA

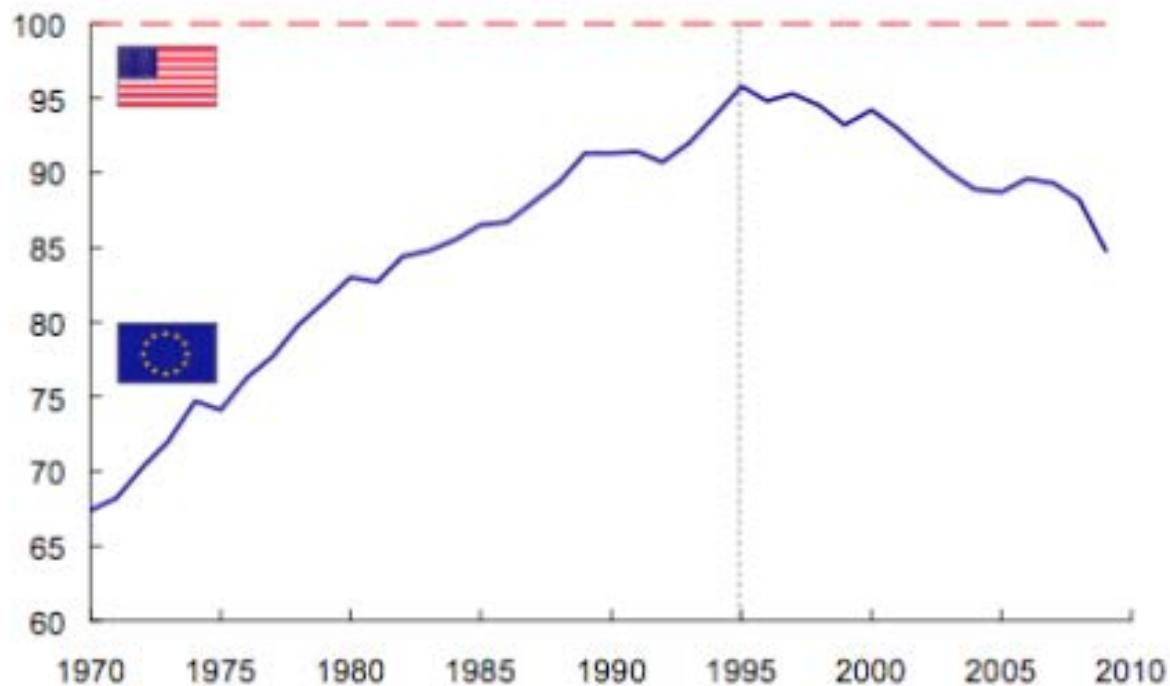
LA PRODUTTIVITA' DEL LAVORO IN EUROPA CESSA DI CONVERGERE A QUELLA USA DA META ANNI 90



Now-Casting.com
economics in real time

Europe's labour productivity stopped catching up with US labour productivity in the mid-1990s

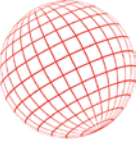
Labour productivity,¹ indexed to the United States



¹ Expressed in \$ at 2009 purchasing power parities (PPP) using the Elteto-Koves-Szulc (EKS) method for deriving transitive multilateral purchasing power parities.

SOURCE: The Conference Board; International Monetary Fund; OECD; McKinsey Global Institute analysis

EUROPA E STATI UNITI DAL 95: *EUROPA*



(1) Le riforme del mercato del lavoro degli anni novanta hanno dato dei frutti: lavoro meno caro, immissione di manodopera a bassa qualificazione sul mercato:

- aumenta l'uso del lavoro (l'occupazione cresce più che negli USA).

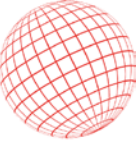


(2) Risparmio e investimenti

- Ma stagnano investimenti e innovazione [diminuisce il rapporto capitale-PIL e il rapporto investimento-PIL (paradosso! Il tasso di risparmio in Europa è più alto) + diminuisce l'efficienza]



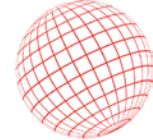
EUROPA ED USA DAL 95: USA



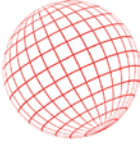
- (a) I fattori della svolta USA sono tre: produttività del lavoro, intensità di capitale, efficienza dei fattori produttivi (innovazione, istituzioni, finanza, pratiche manageriali,)

- (b) La svolta USA è generalizzata tra settori: tutto il settore dei beni durevoli, distribuzione e servizi finanziari – spiegata da un ritardo europeo generale

FATTO 2

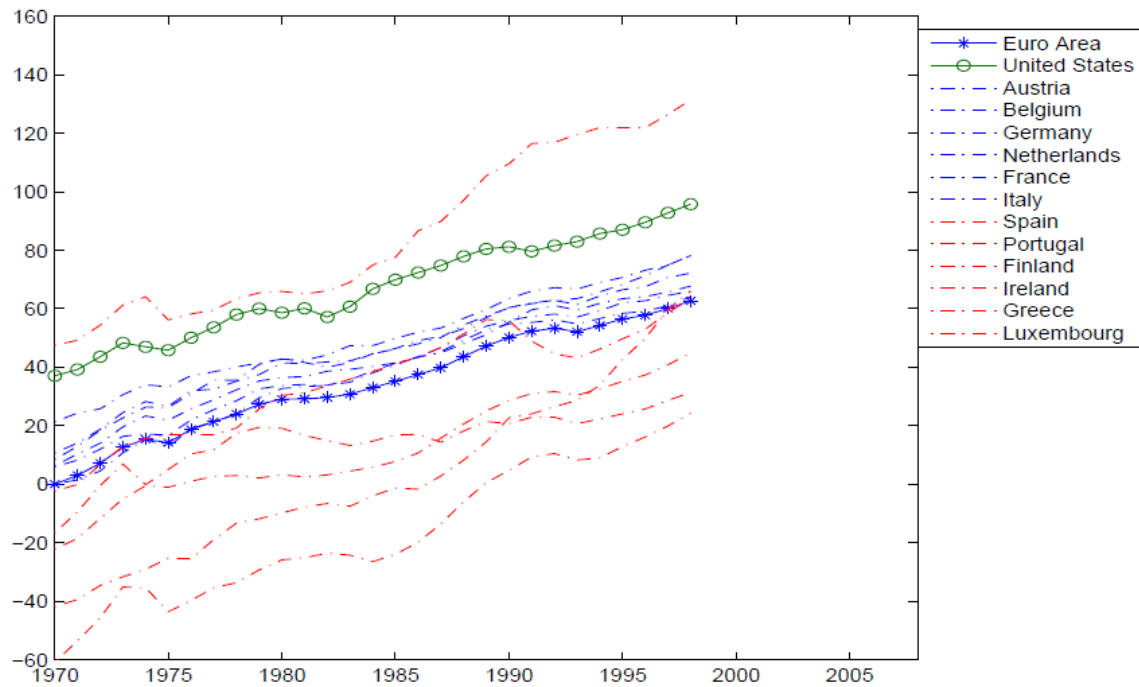


Non c'è stata convergenza tra periferia e core all'interno dell'Unione– né prima né dopo l'euro



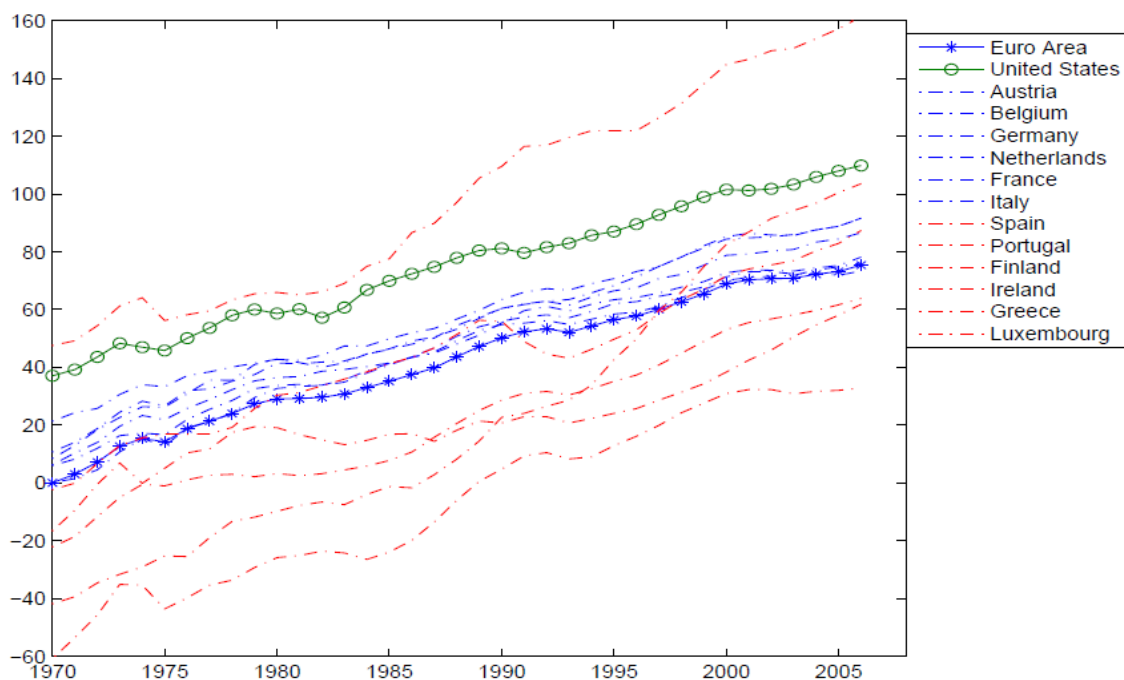
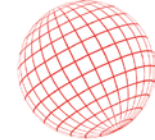
LA CONVERGENZA?

“some do – some don’t” Pre-euro

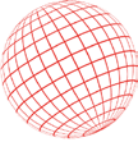


LA CONVERGENZA?

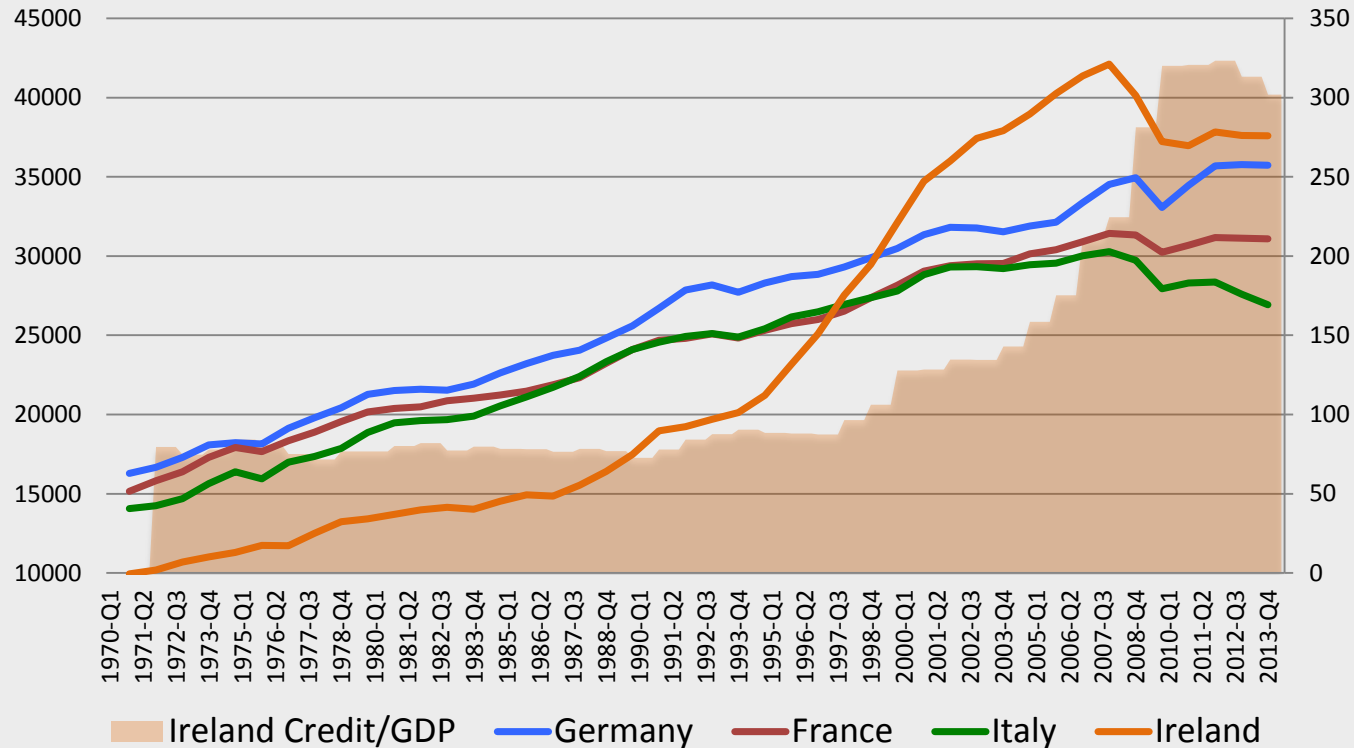
... e durante i primi 9 anni dell'euro



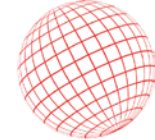
Irlanda: convergenza o credit boom negli anni dell'euro?



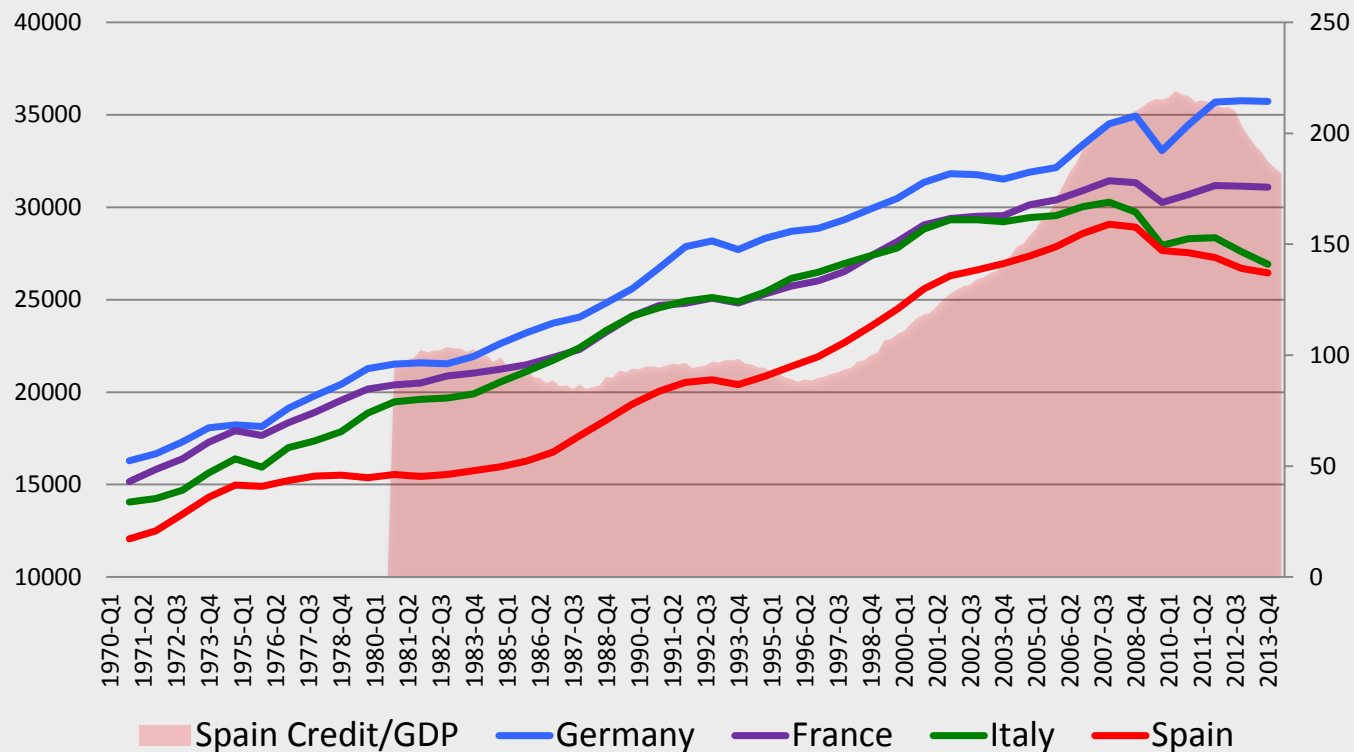
GDP per capita (2005 PPP \$, OECD)

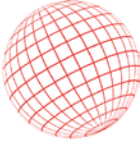


Spagna: convergenza o credit boom negli anni dell'euro?

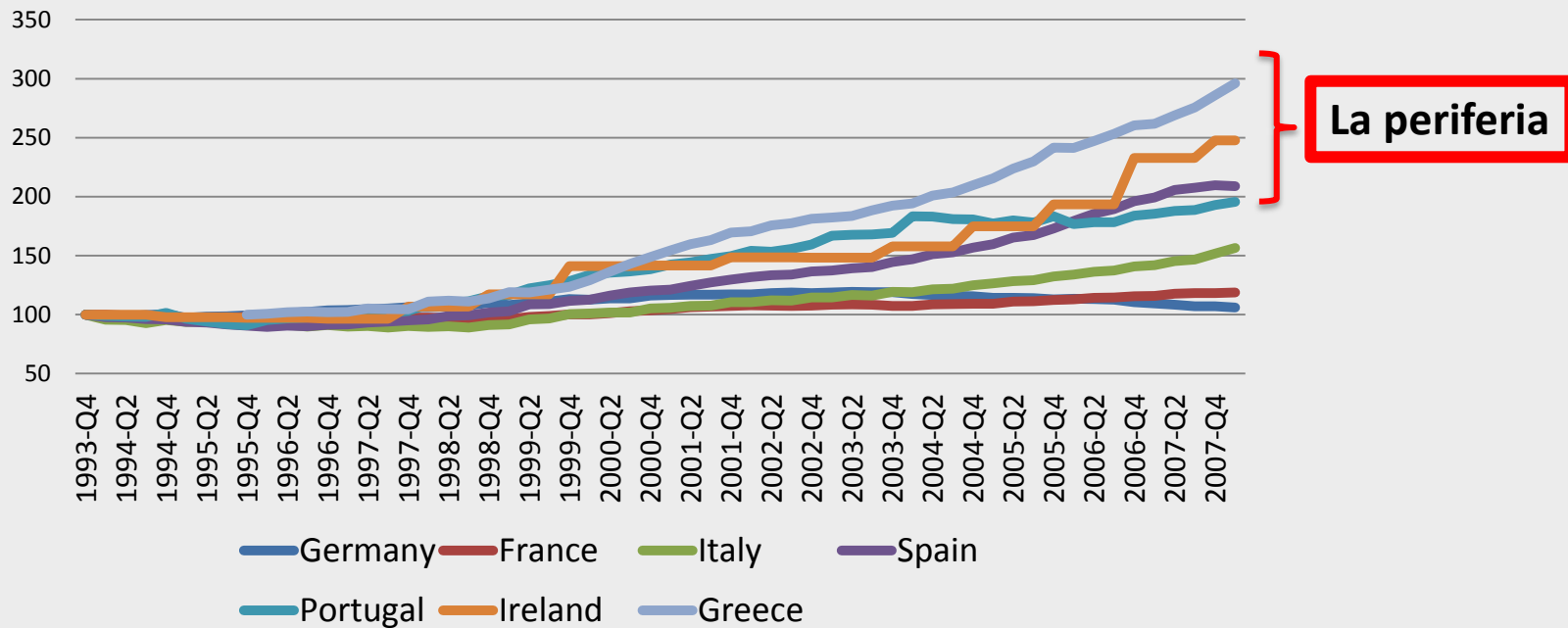


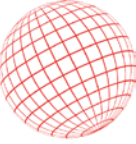
GDP per capita (2005 PPP \$, OECD)





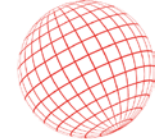
Expansion period 93-07 Credit/GDP (start=100)





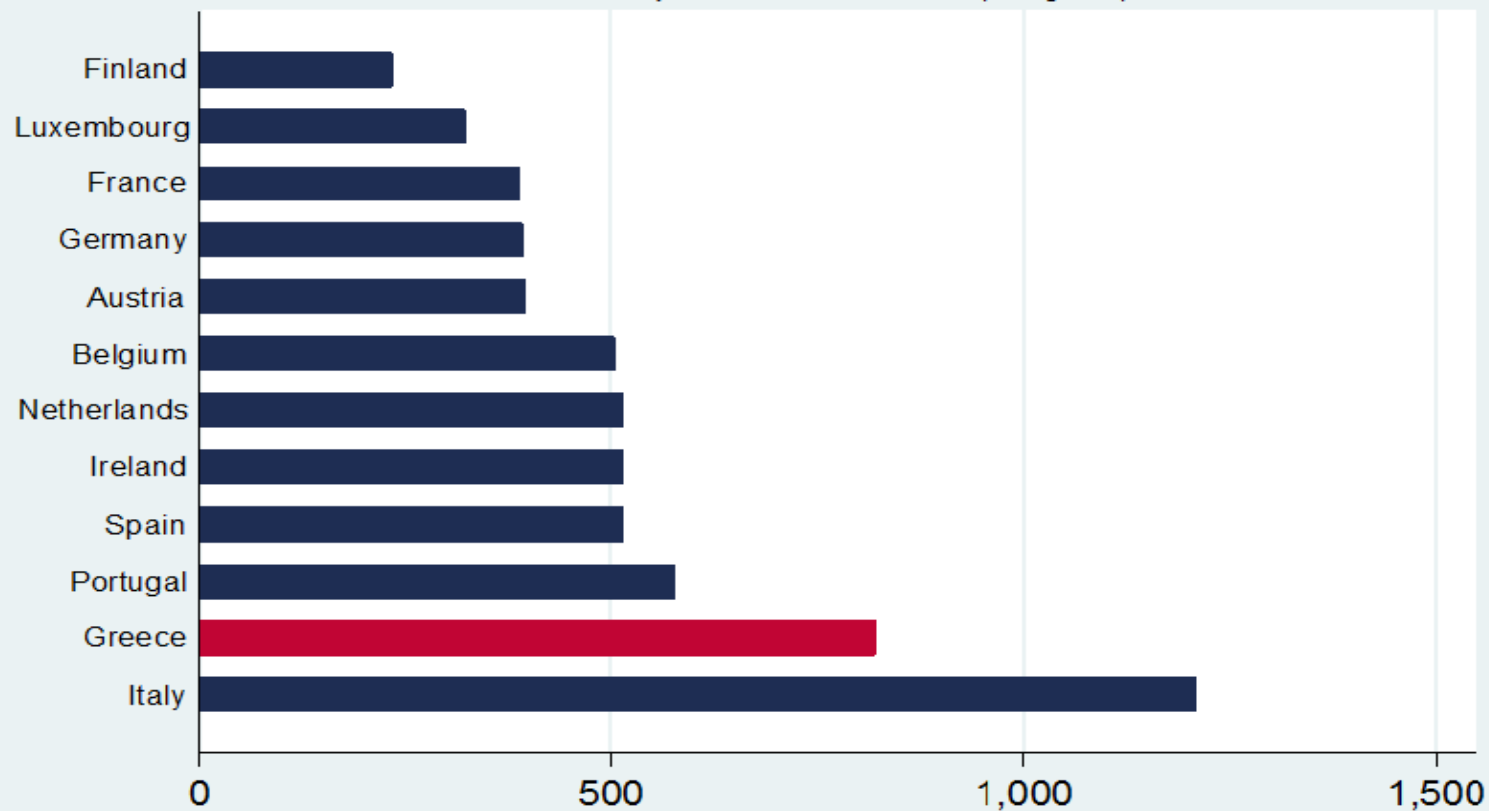
CONVERGENZA

- La convergenza non è generalizzata
 - Quella di Grecia, Spagna e Irlanda negli anni dell'euro e in gran parte dovuta al debito
 - La qualità delle istituzioni spiega ritardi persistenti di alcune nazioni e regioni
 - La convergenza non avviene automaticamente come conseguenza dell'integrazione finanziaria
 - La qualità delle istituzioni è un fattore importante
- Qualche esempio

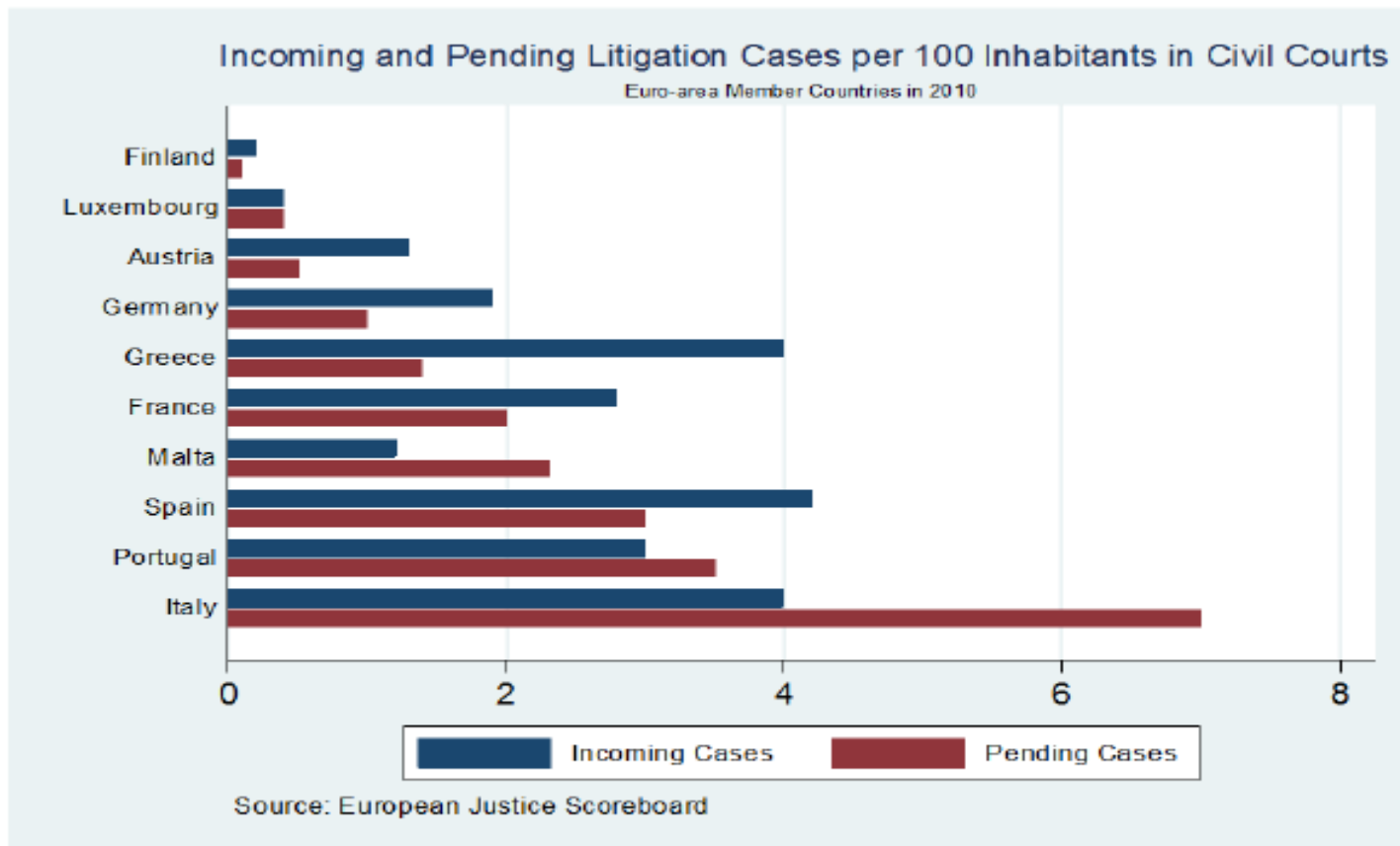
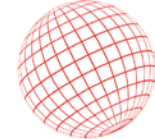


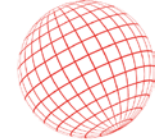
Legal-Court Delays across Euro area Countries in 2008

Number of Days to Resolve via Courts a Simple Legal Dispute



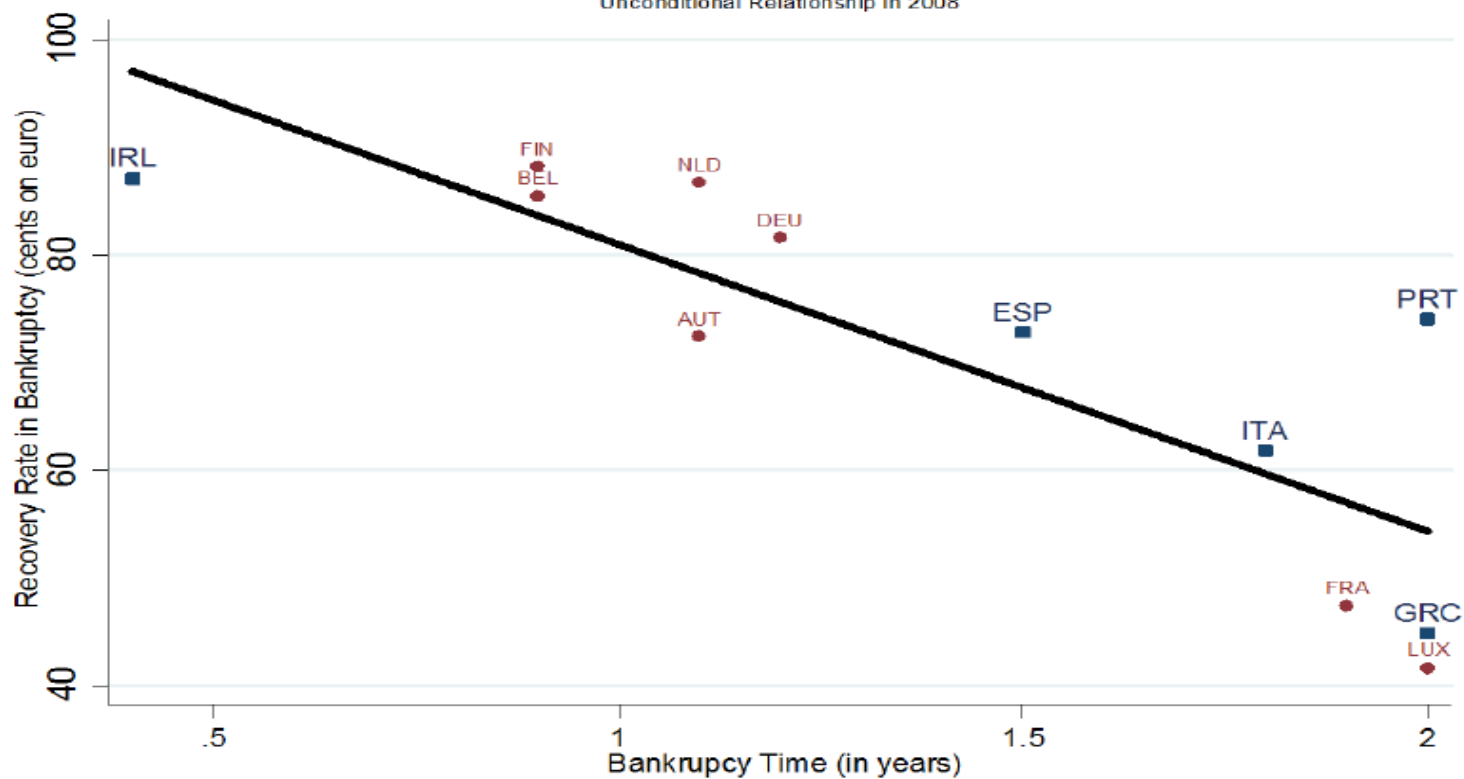
Source: World Bank Doing Business Project

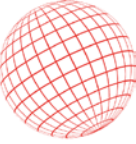




Resolving Insolvency Characteristics across Euro Area Countries

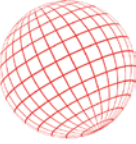
Unconditional Relationship in 2008





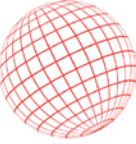
Le sfide della ripresa

- Ridefinire le riforme distinguendo tra priorità per la frontiera e priorità per la convergenza
 - Per la prima: focus su innovazione
 - Per la seconda: focus su istituzioni e su riforme che non implicino ora una contrazione della domanda



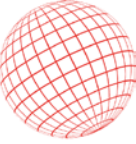
Riflessioni conclusive

- L'euro negli anni pre-crisi non ha facilitato né crescita di produttività per tutti né convergenza per i paesi più poveri
- Successi su integrazione finanziaria e convergenza nominale ma non per l'economia reale
- La crisi ci ha resi più fragili (tutti) e più diseguali
- Ora dobbiamo affrontare vecchi e nuovi problemi



Agenda per la crescita – Europa (1)

- Ripartiamo dalla domanda originaria – perché il mercato unico e l'integrazione finanziario non hanno prodotto crescita della frontiera e convergenza della periferia?
- L'agenda delle riforme dalla crisi ha enfatizzato quasi esclusivamente il problema della periferia: svalutazione interna, consolidamento fiscale – le riforme sono state pensate come un mezzo per favorire l'aggiustamento macroeconomico non per aumentare la crescita potenziale e/o la convergenza
- Risultato: deflazione e mancanza di stabilizzazione del debito

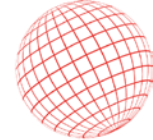


Agenda per la crescita (2) - Europa

Now-Casting.com
economics in real time

- La difficoltà a riformare le istituzioni non compresa né riconosciuta
- Duante la crisi, l'area euro non ha fornito i meccanismi di "risk sharing" necessari per avviare un processo riformatore non divisivo
- Molti anni perduti e molti danni fatti: disoccupazione strutturale, perdita permanente di PIL, deflazione

L'Europa deve continuare la riflessione sul suo governo – il QE non è panacea e rilanciare una agenda per la crescita



END