

La crisi dell'euro. A che punto siamo?

LA CRISI DELL'EURO E IL FUTURO DELL'ECONOMIA EUROPEA

Roma, 3 dicembre 2012

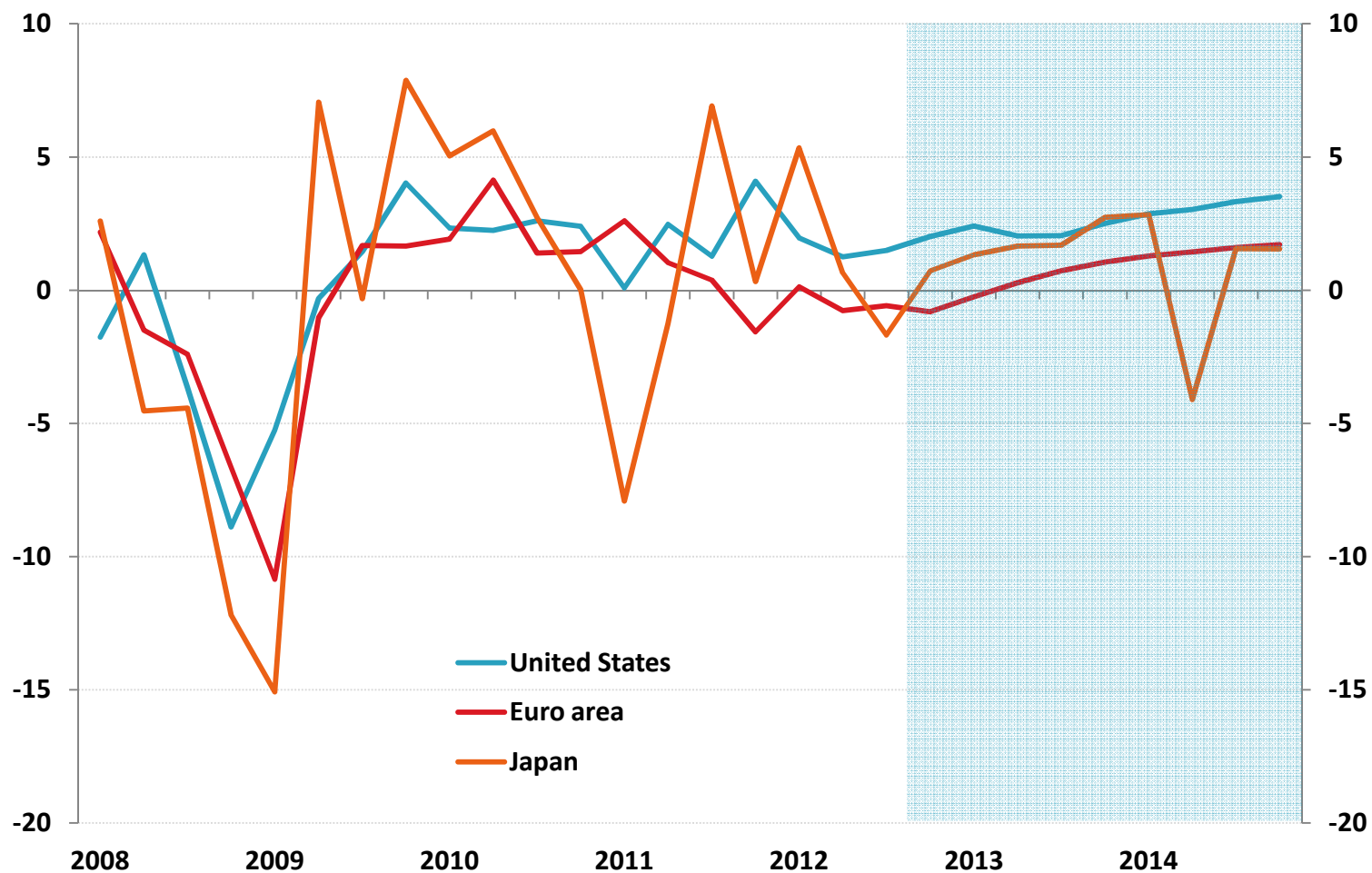
Pier Carlo Padoan

Vice Segretario Generale e Capo Economista

- Il quadro globale. Area euro piú debole**
- Cause del rallentamento.**
- Euro : il processo di aggiustamento**
- Euro : le politiche**

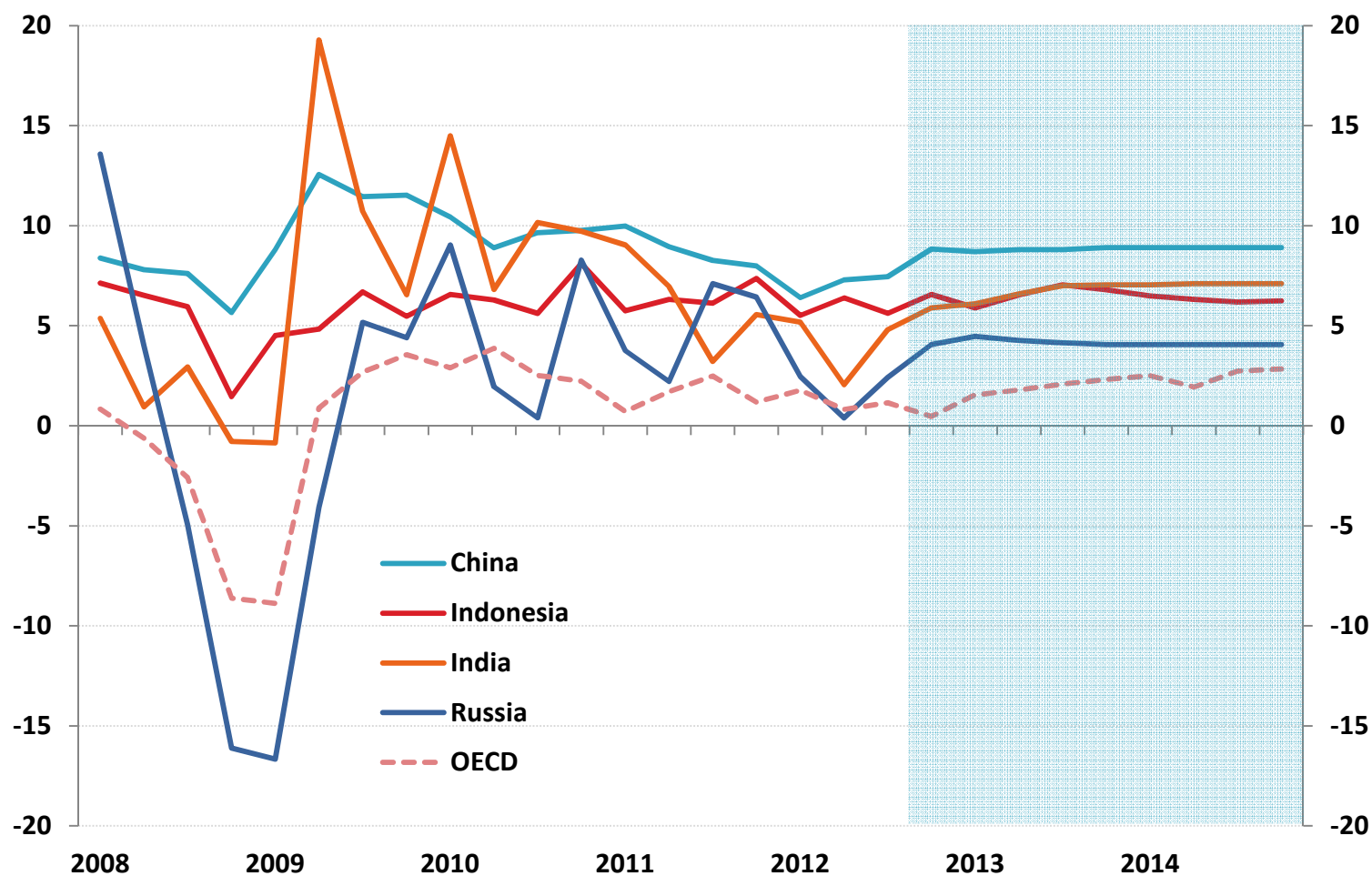
OECD Big 3

Annualised quarterly real GDP growth, in per cent



Source: OECD Economic Outlook 92 database.

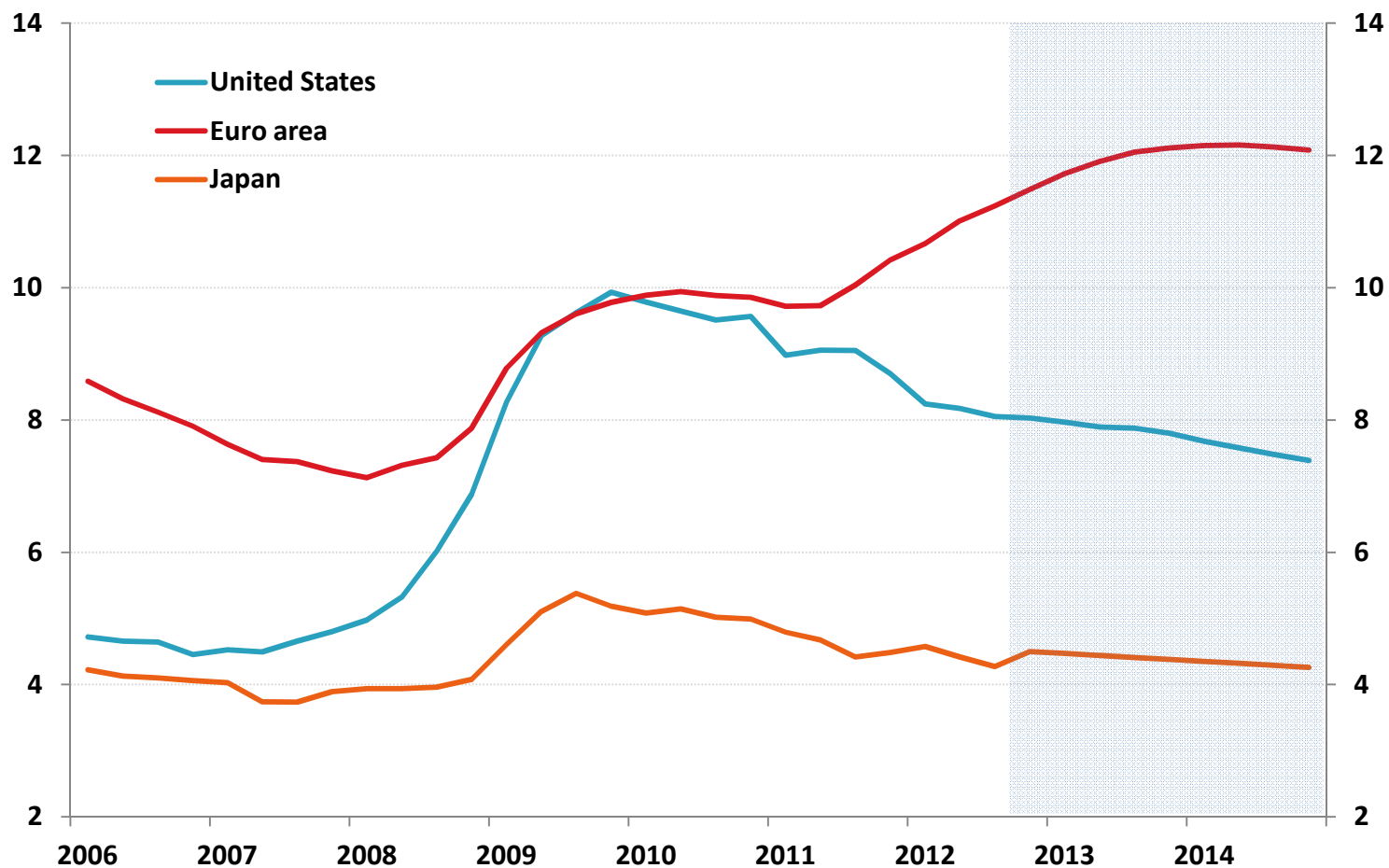
Annualised quarterly real GDP growth, in per cent



Source: OECD Economic Outlook 92 database.

Tassi di disoccupazione

Percentage of labour force



Source: OECD Economic Outlook 92 database.

Euro ancora il maggior downside risk

- Misure recenti (OMT, ESM) hanno attenuato pressione ma restano rischi di instabilità
- Permangono interazioni negative tra banche debito e sistema finanziario.
- Riaggiustamento squilibri ancora in corso.

Eccesso di aggiustamento fiscale USA (“fiscal cliff”)

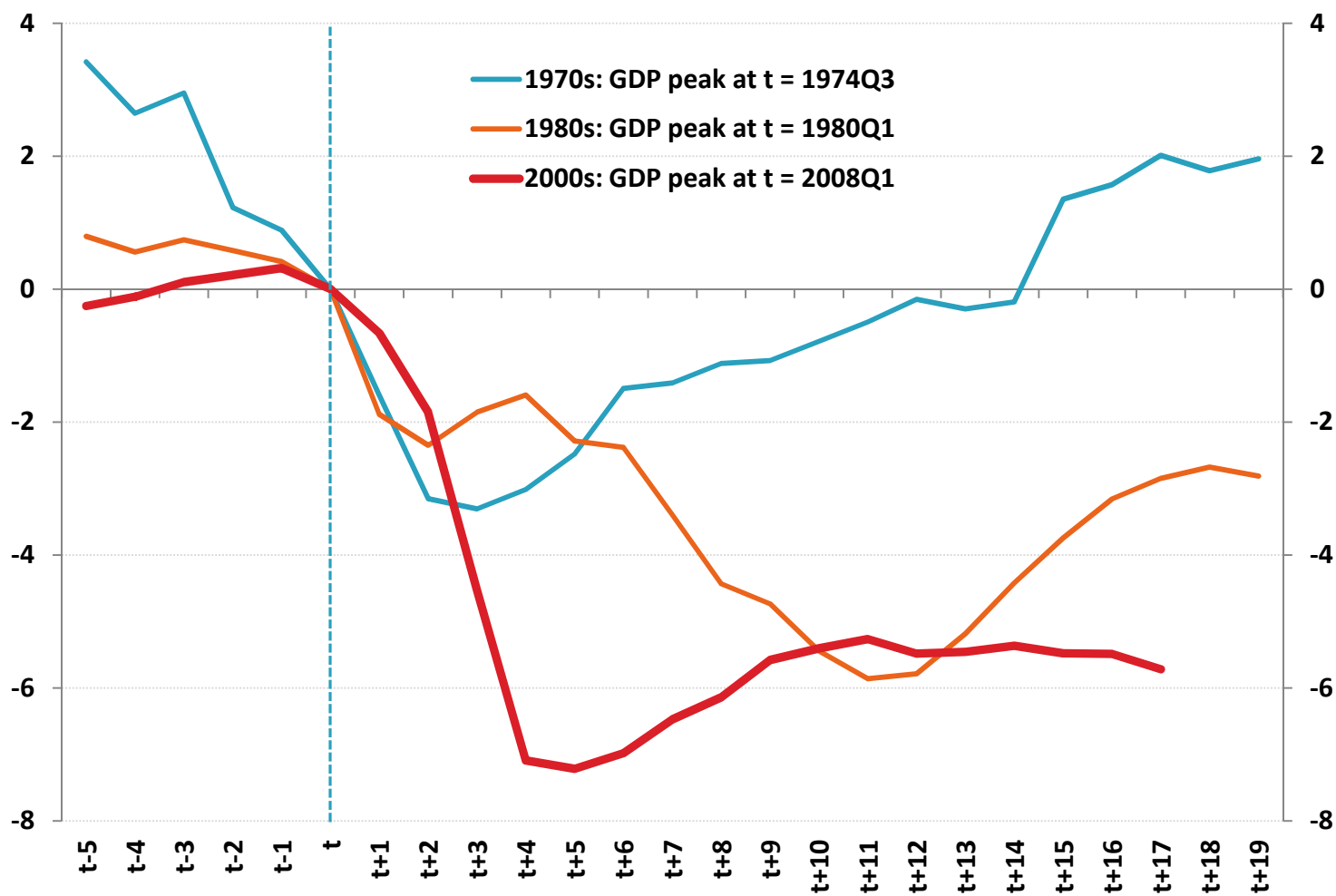
Disoccupazione crescente deprime fiducia

EMEs in transizione

- Soluzione, non parziale, non temporanea, crisi euro**
- Consolidamento fiscale a medio termine in USA, impatto positivo su aspettative e investimenti**
- Benefici riforme strutturali si materializzano prima del previsto**

Fasi di ripresa a confronto

Cumulative change in OECD-wide output gap from quarter t



Source: OECD Economic Outlook 92 database.

Deleveraging settore privato

- piú avanti in USA, in ritardo nella zona euro

Consolidamento fiscale

- E' cominciato troppo presto?

Crisi area euro

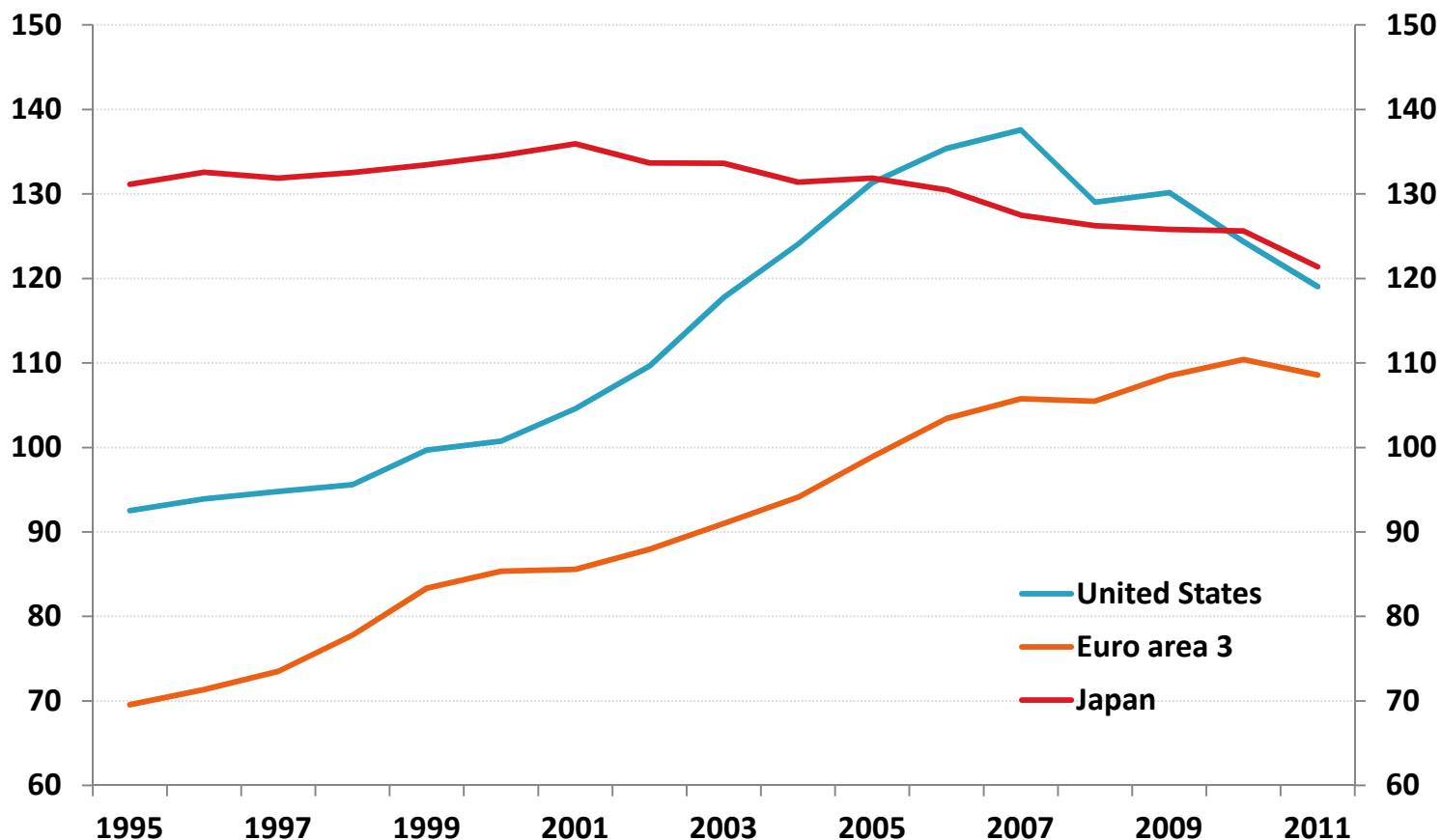
- Si trascina per risposta di policy insufficiente e ritardata

Rallentamento EME

- Solo in parte a causa crisi euro

Deleveraging a velocidad diverse

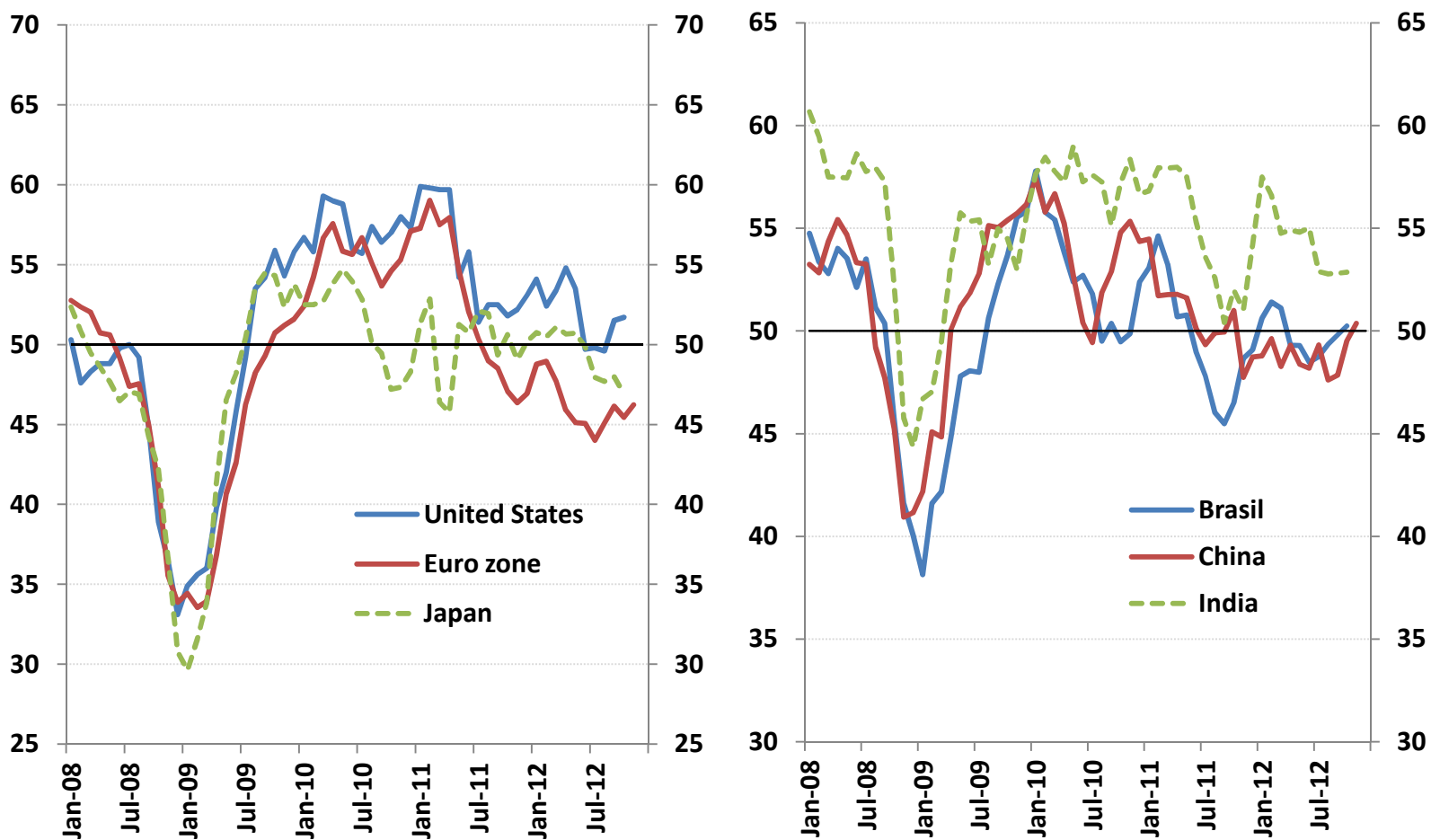
Household gross debt, percentage of net disposable income



Note: Data for USA and Japan are not consolidated. For 2011 Q3 data are growth rates (2010 end of year to 2011 Q3) of balance sheets published by US Federal Reserve, Bank of Japan, and ECB. Euro area 3 is Germany, France and Italy. *Source:* OECD Annual National Accounts.

Stato di fiducia delle imprese

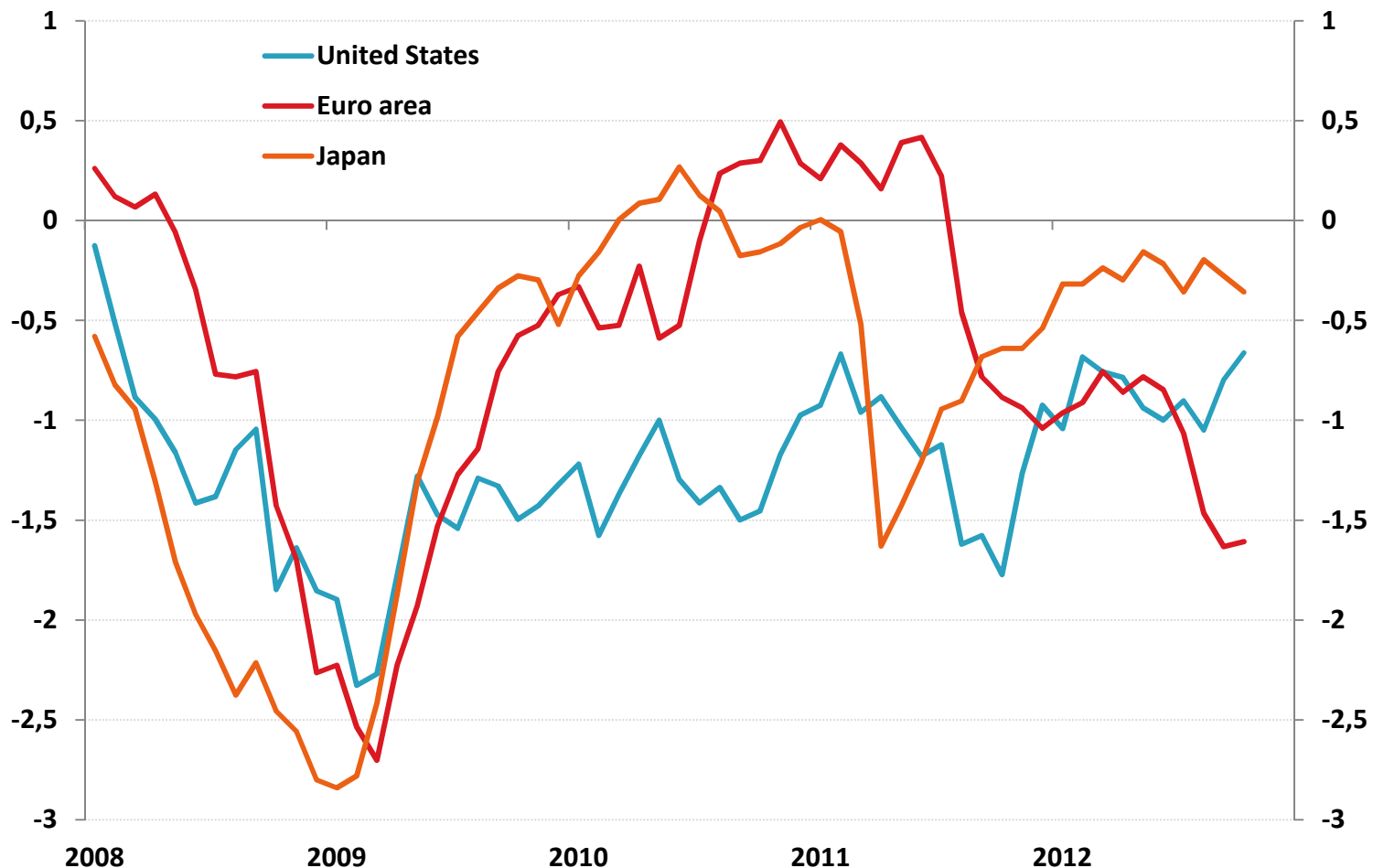
Purchasing Manager Index (PMI) for manufacturing



Source: Markit.

La fiducia dei consumatori

Consumer confidence survey indicators, standard deviations

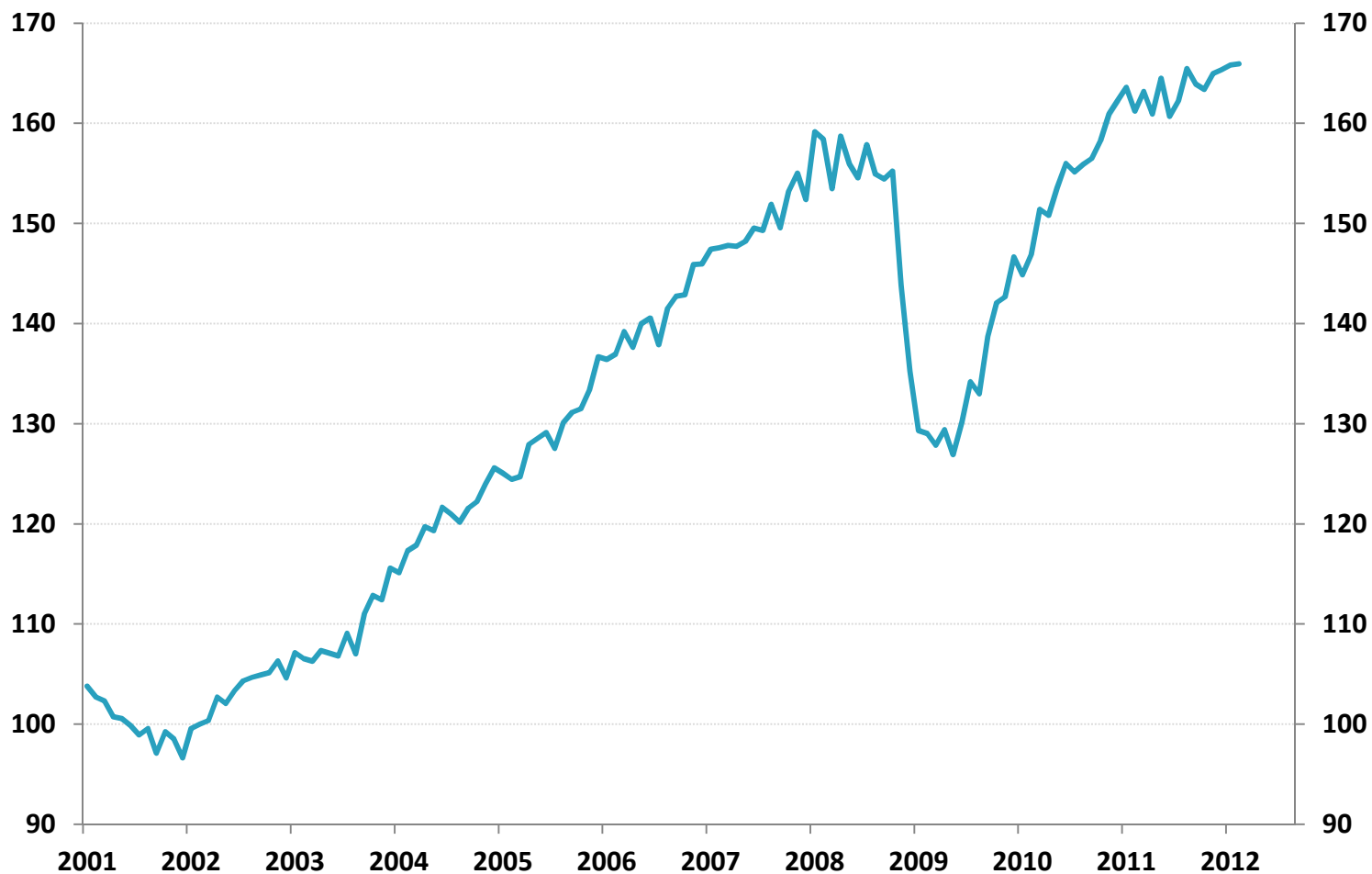


Note: Normalised at period average and presented in units of standard deviation. Values above zero signify levels of consumer confidence above the period average.

Source: OECD Main Economic Indicators.

Commercio mondiale in stallo

Index 2001 = 100

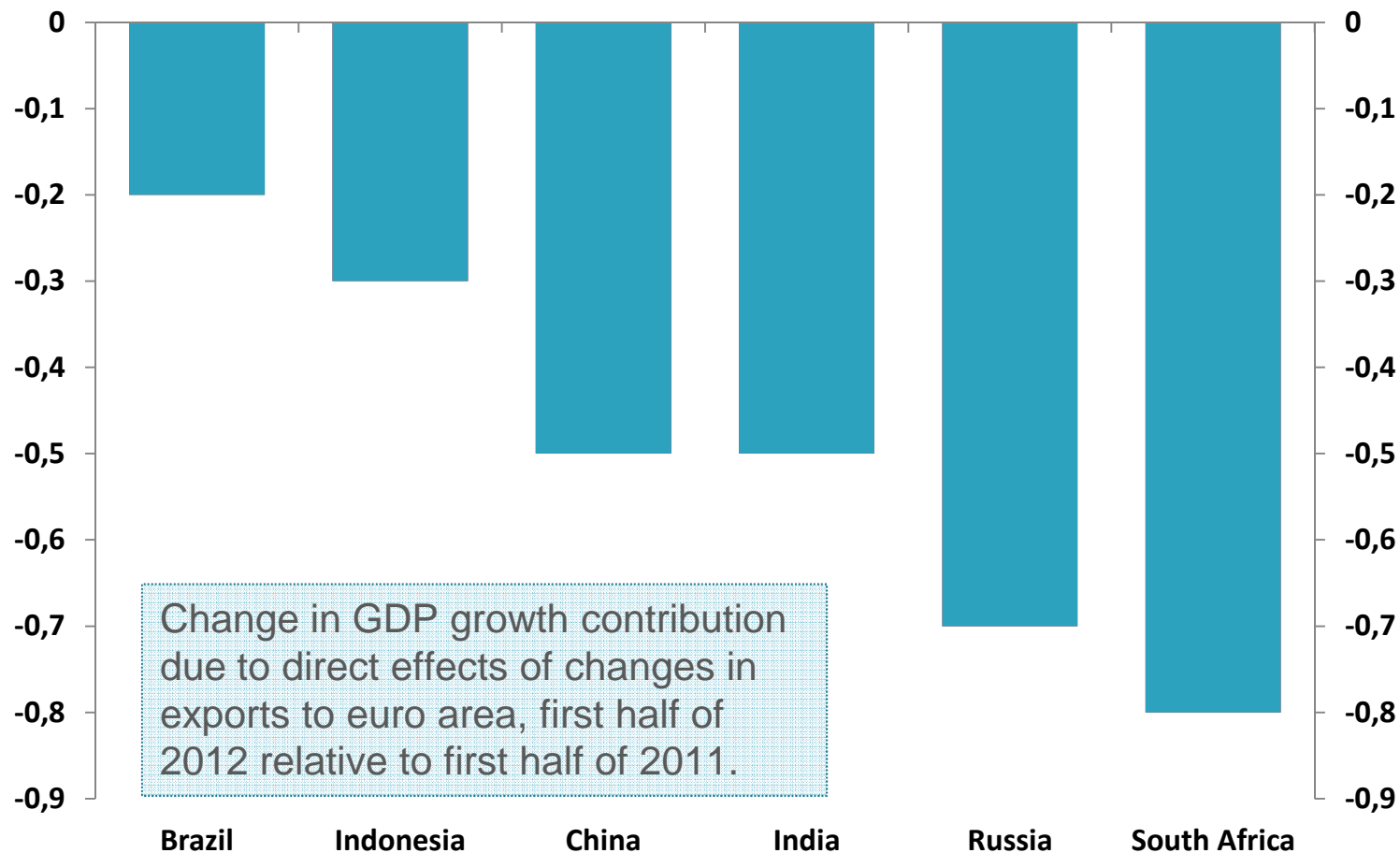


Source: CPB.

Spillovers della debolezza area

Euro su EME

Percentage points



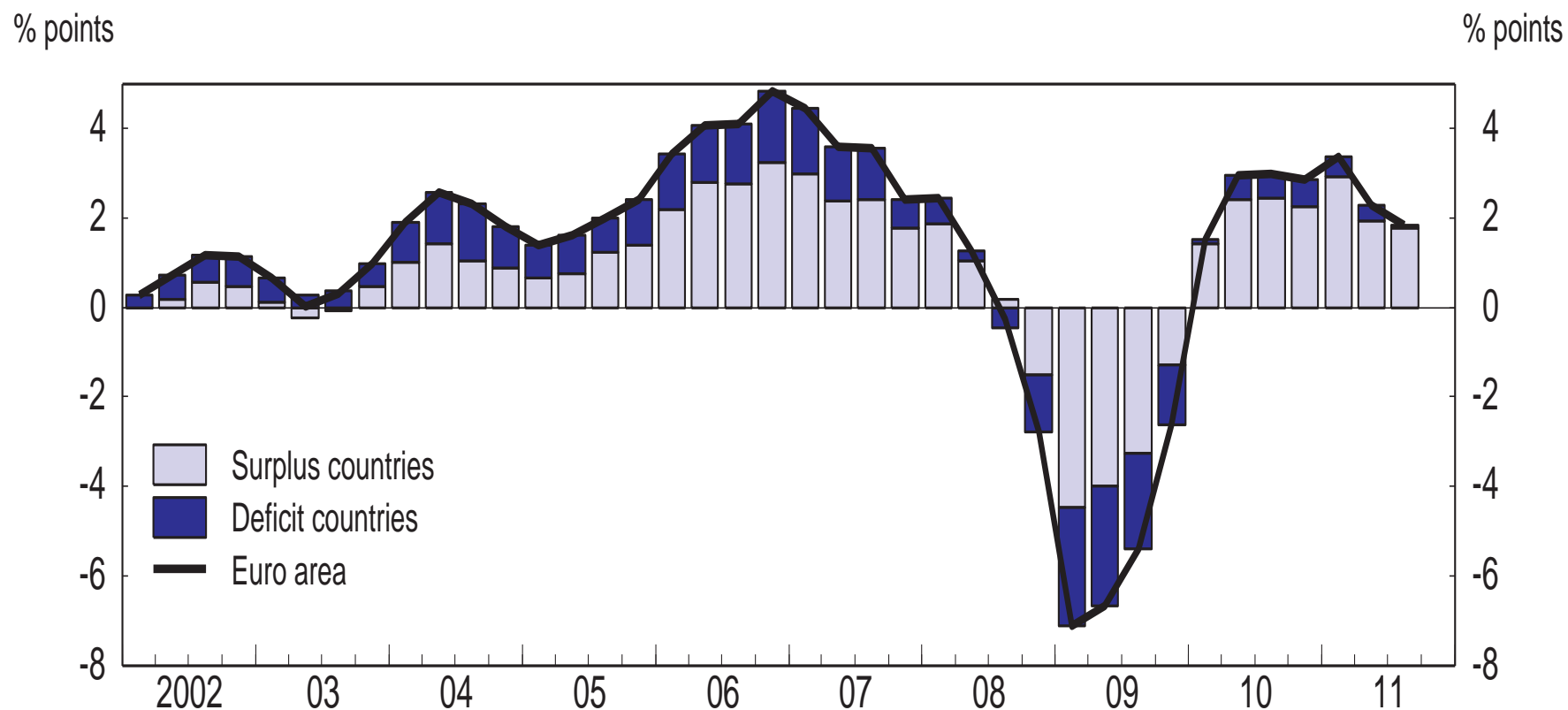
Source: OECD Economic Outlook 92, OECD calculations.

Alle origini della crisi dell'euro. Squilibri nelle partite correnti

- Far ripartire la crescita nella zona euro richiede affrontare gli squilibri delle partite correnti**
- Gli squilibri in una unione monetaria sono necessari per permettere la riallocazione del risparmio e sostenere la crescita, ma devono essere sostenibili (good imbalances)**
- Dopo la crisi i paesi in deficit crescono molto poco (o per nulla). Ma tassi di crescita pre-crisi erano insostenibili**

Dopo la crisi la crescita e piú elevata nei paesi in surplus, ma comunque bassa ¹

Contributions to year-on-year percentage change of the euro area GDP

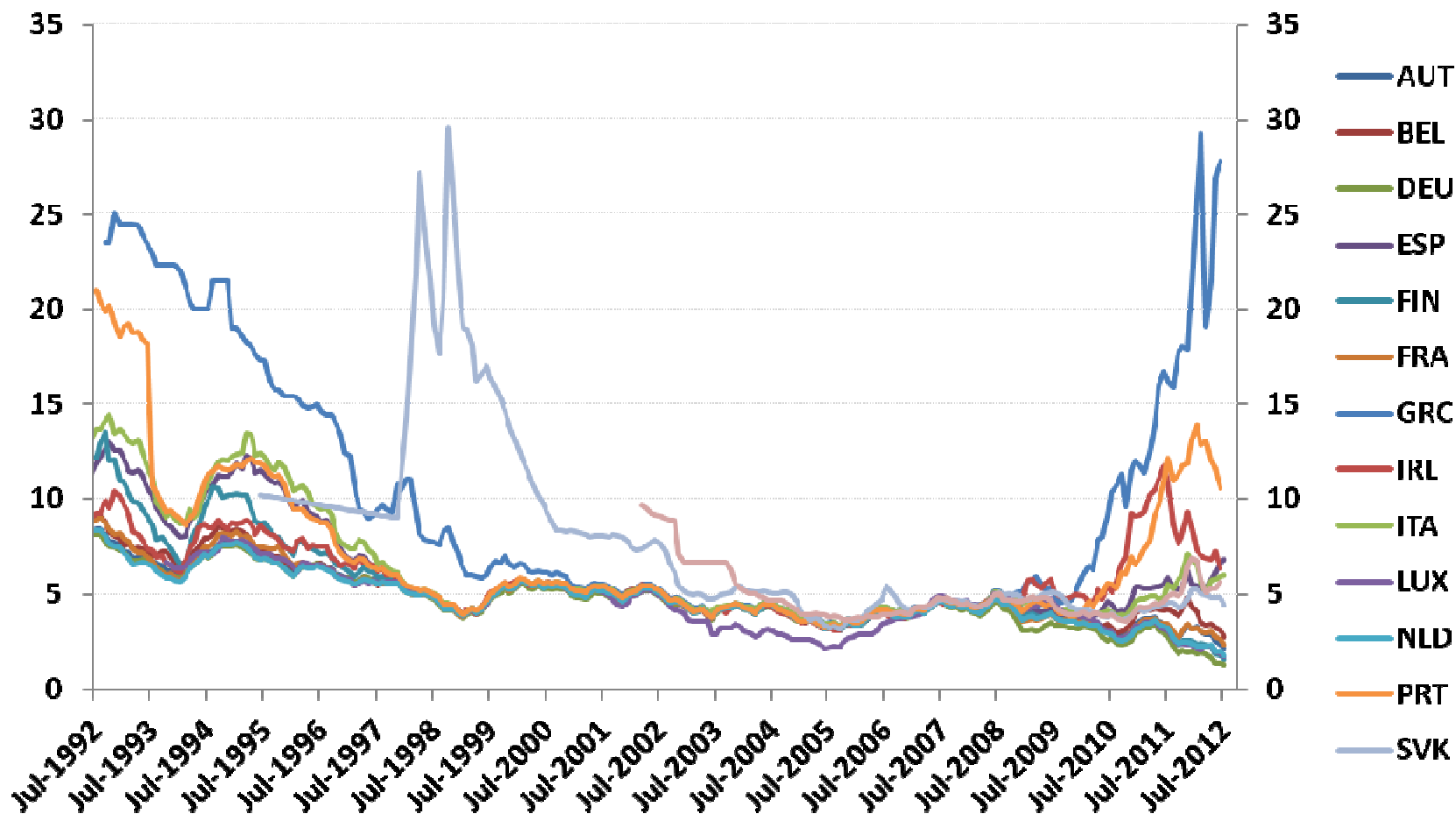


1. The deficit and surplus countries are defined by their average current account balance as a share of GDP between 2002-07. 'Deficit countries' are Estonia, Greece, Ireland, Italy, Portugal, Slovak Republic, Slovenia and Spain, and 'surplus countries' include Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Luxembourg and the Netherlands.

Source: OECD, OECD Economic Outlook database.

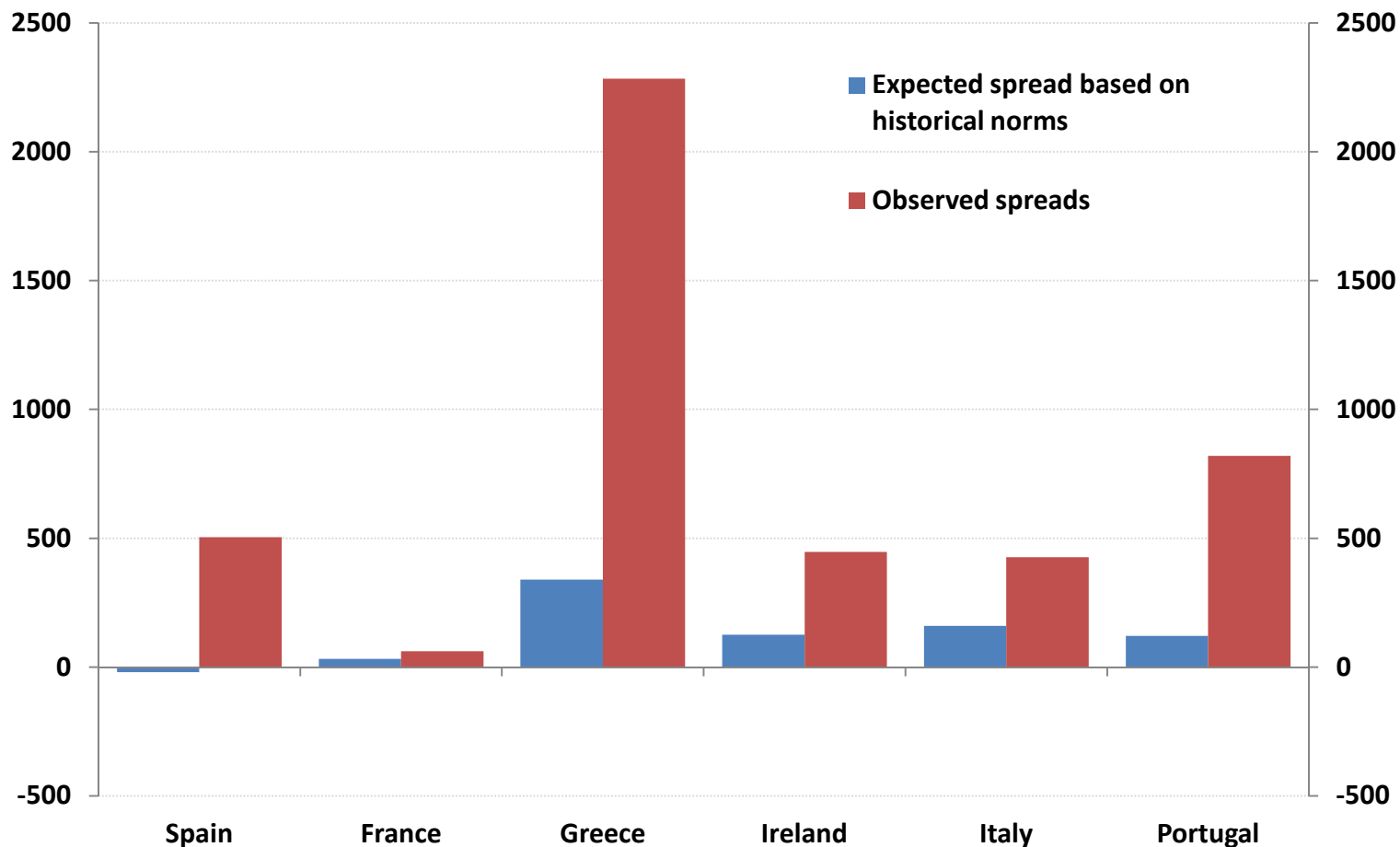
Le valutazioni di mercato riflettono squilibri di conto corrente, dinamiche del debito e fattori sistemici

Sovereign bond yields, percentage points



In alcuni casi gli spread sono (molto) superiori ai valori suggeriti dai fondamentali

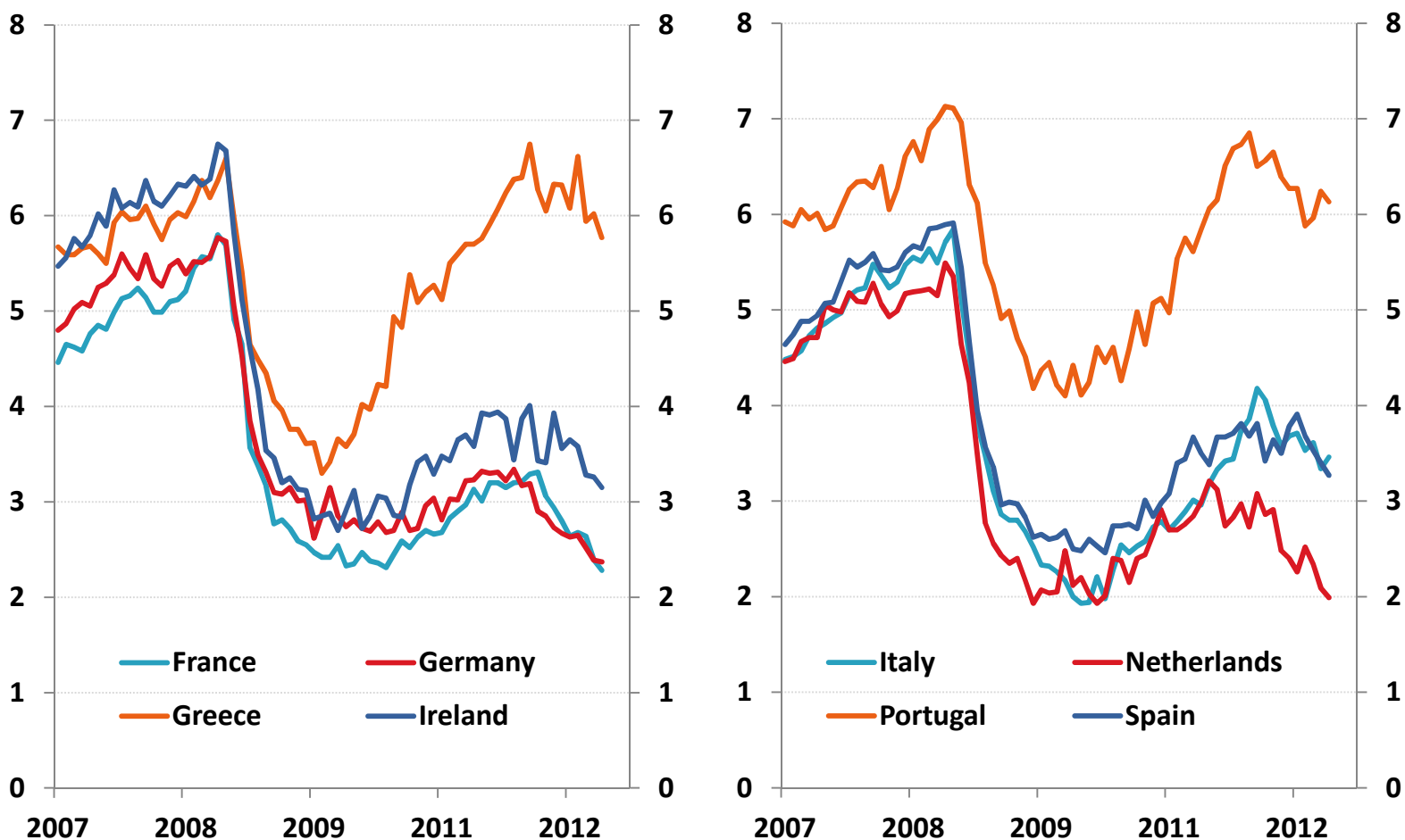
Sovereign bond spreads compared to benchmarks, basis points over German bonds



Note: Actual spreads were calculated using ten-year benchmark bond yields retrieved from Thomson Reuters Datastream. Benchmark spreads are based on past relationships between yields and debt ratios. *Source:* OECD calculations.

Con ripercussioni sul costo del credito che amplificano la difficoltà dei paesi in deficit

Bank interest rates, percent



Note: Cost of credit is defined as interest rates on new loans to non-financial corporations (all maturities) with the exception of Greece it refers to new loans with maturity of up to one year. Last observation refers to September 2012.
Source: European Central Bank.

Area Euro.

Le tre dimensioni dell'aggiustamento

A) Medio termine: riequilibrio e crescita

- ✓ **Aggiustamento del livello della domanda**
- ✓ **Aggiustamento della composizione della domanda**

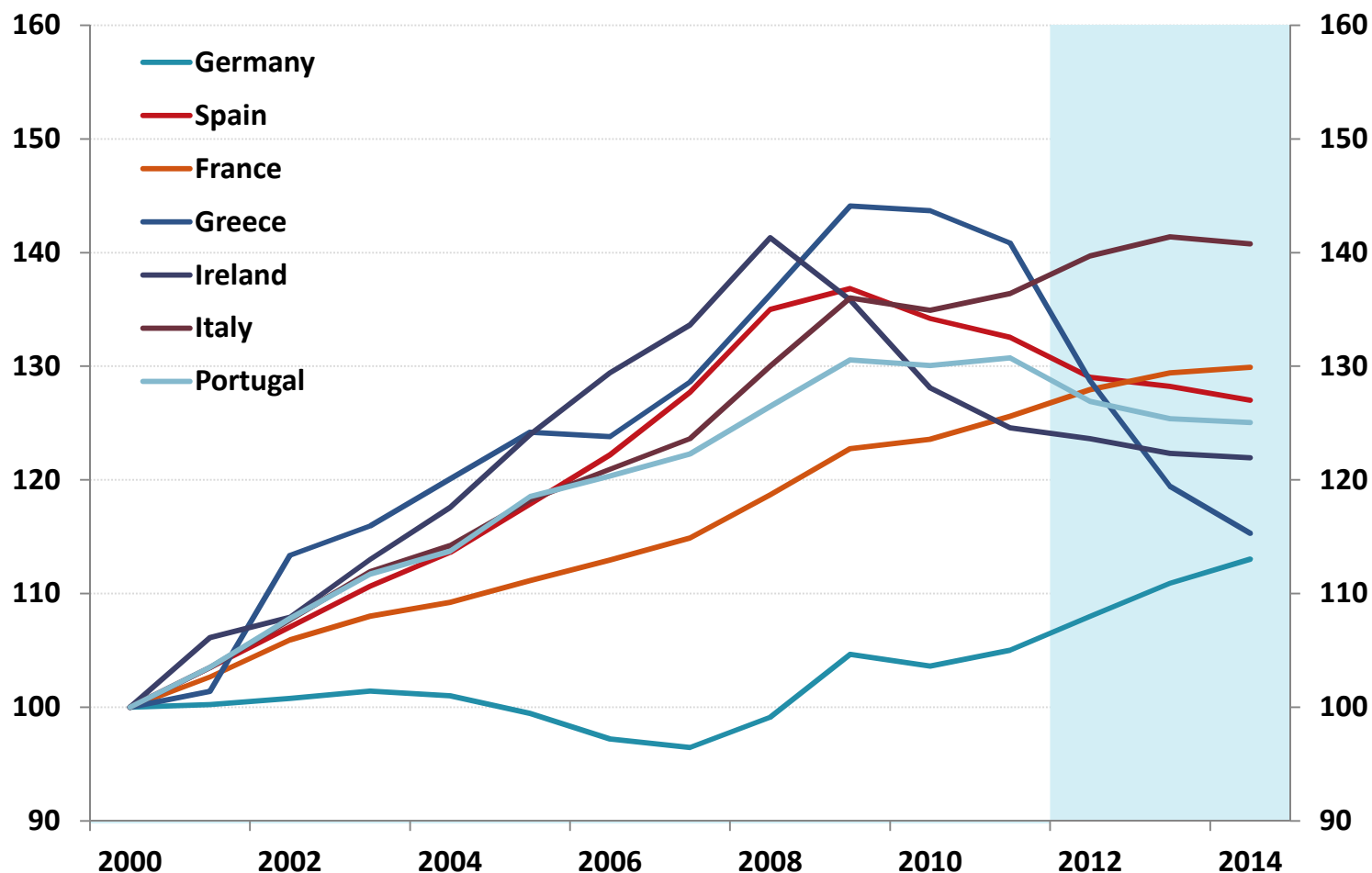
Non basta. Occorrono misure strutturali.

B) Lungo termine: unione bancaria, fiscal compact, growth compact

C) Breve termine. Evitare una dinamica “perversa”

Area euro: costi lavoro unitari

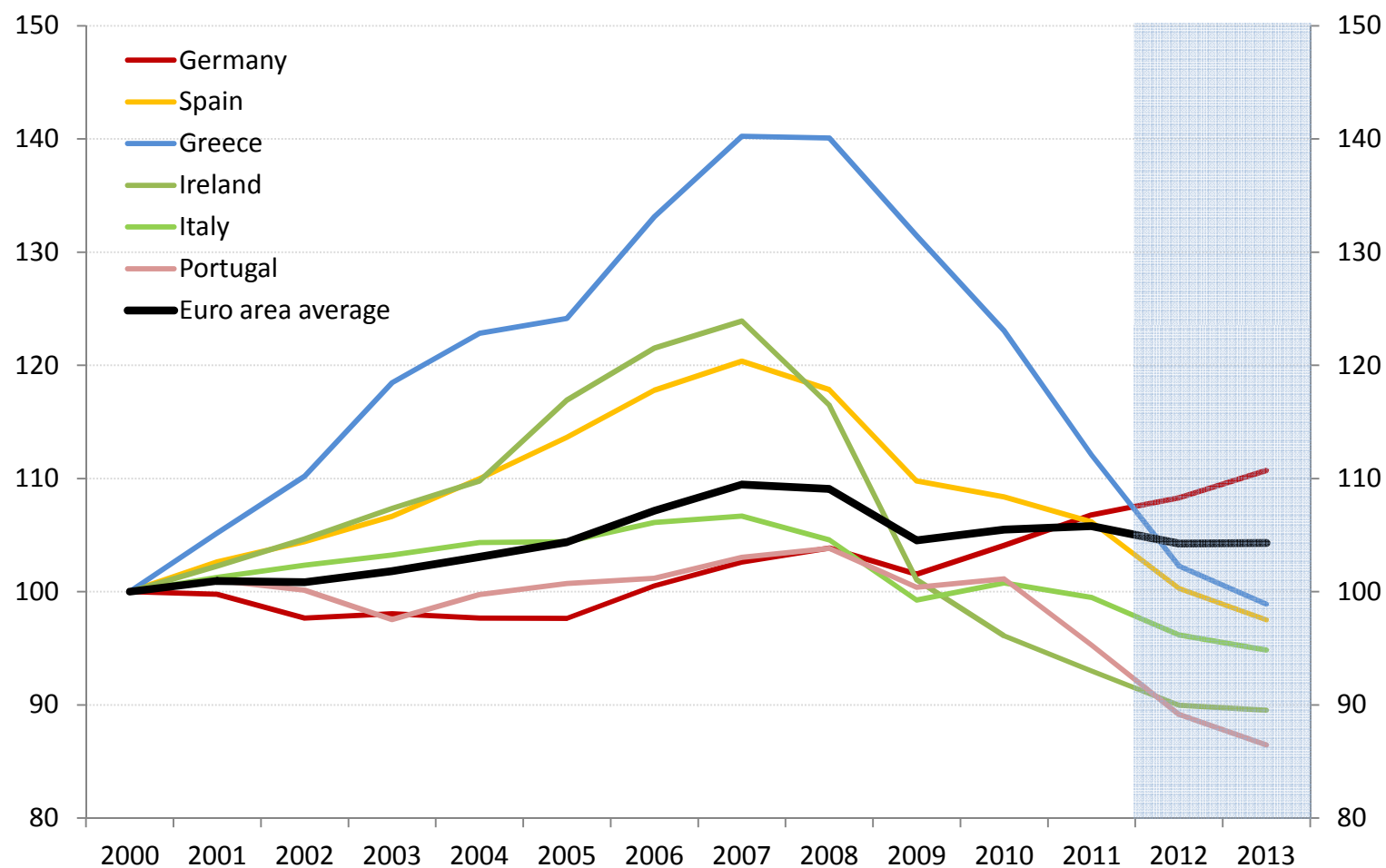
Index 2000 = 100



Note: The figures shown are for whole economy unit labour costs. If wage developments in the public sector diverge from those in the rest of the economy, changes in private sector costs may differ from those shown. This may mean that economy-wide labour costs are falling more sharply than private sector costs in the EU/IMF programme countries. *Source:* OECD Economic Outlook 92 database.

Area euro: domanda interna

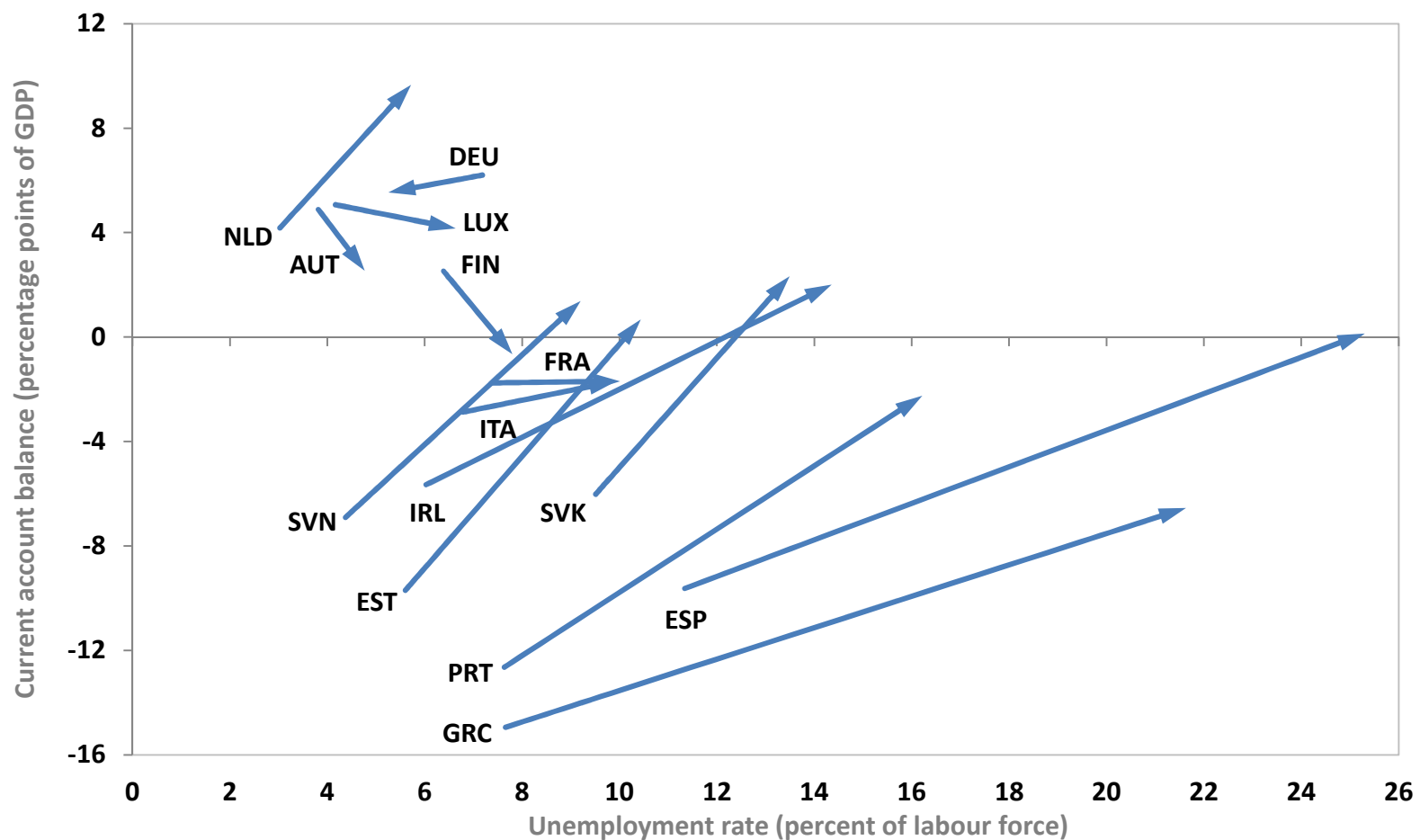
Per capita final domestic demand volumes, index (year 2000 = 100)



Source: OECD Economic Outlook 91 database.

Vero aggiustamento?

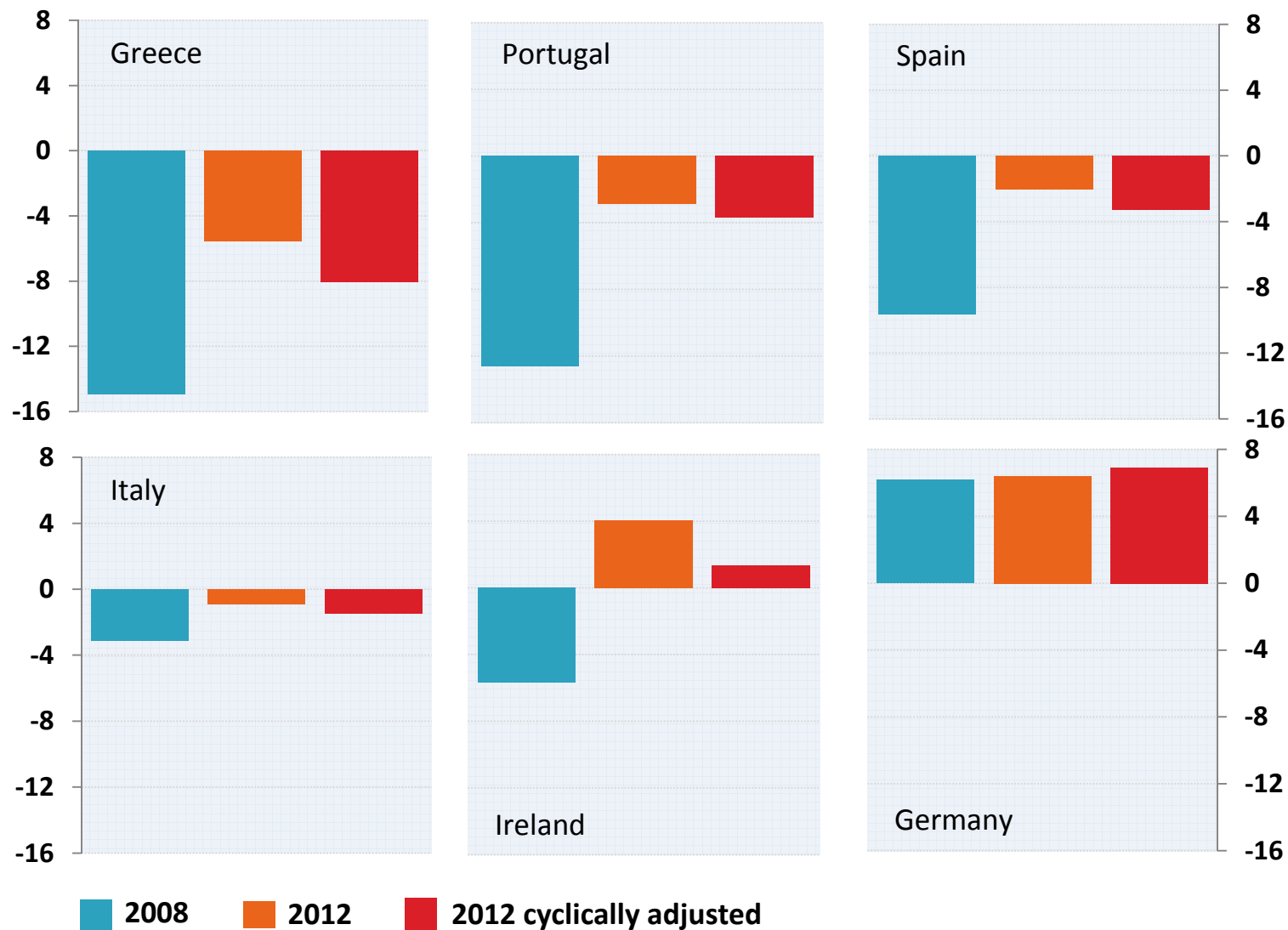
Unemployment rate and current account balance, 2008 to 2013



Source: OECD Economic Outlook 91 database.

L'aggiustamento strutturale é meno evidente

Current account balances, in per cent of GDP



Source: OECD Economic Outlook 92 database and OECD calculations.

Riforme strutturali e consolidamento fiscale

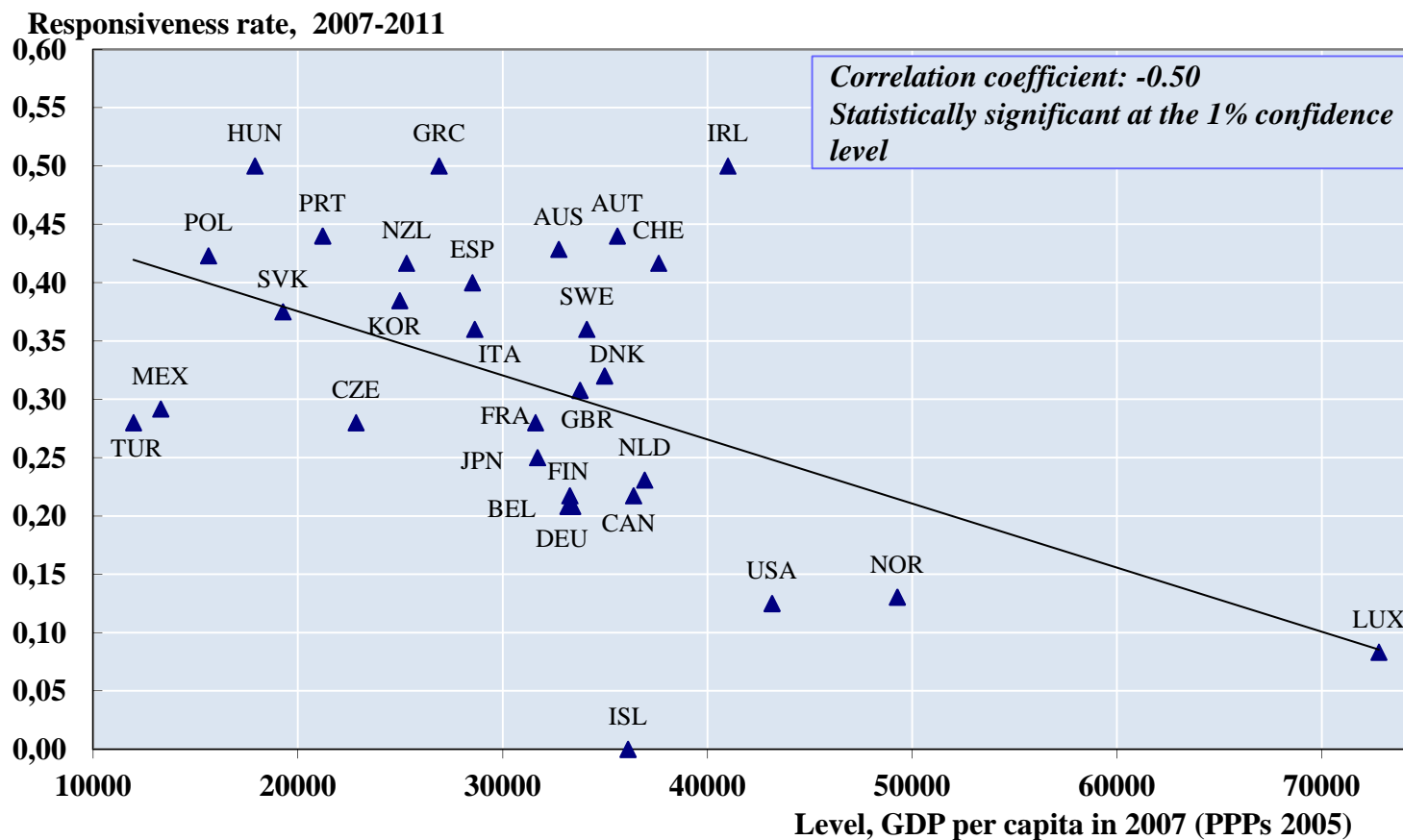
Riforme strutturali

- Stimolo alla crescita, produttività, occupazione
- Rafforzamento della competitività
- Protezione delle fasce deboli
- Contributo al riequilibrio delle partite correnti (S,I) nei paesi in deficit e in quelli in surplus
- Facilitano l'aggiustamento dei salari

Consolidamento fiscale “Growth friendly”

- Programma a medio termine
- Qualità dei tagli di spesa e della tassazione

In molti paesi le riforme sono in corso, soprattutto nei paesi piu fragili

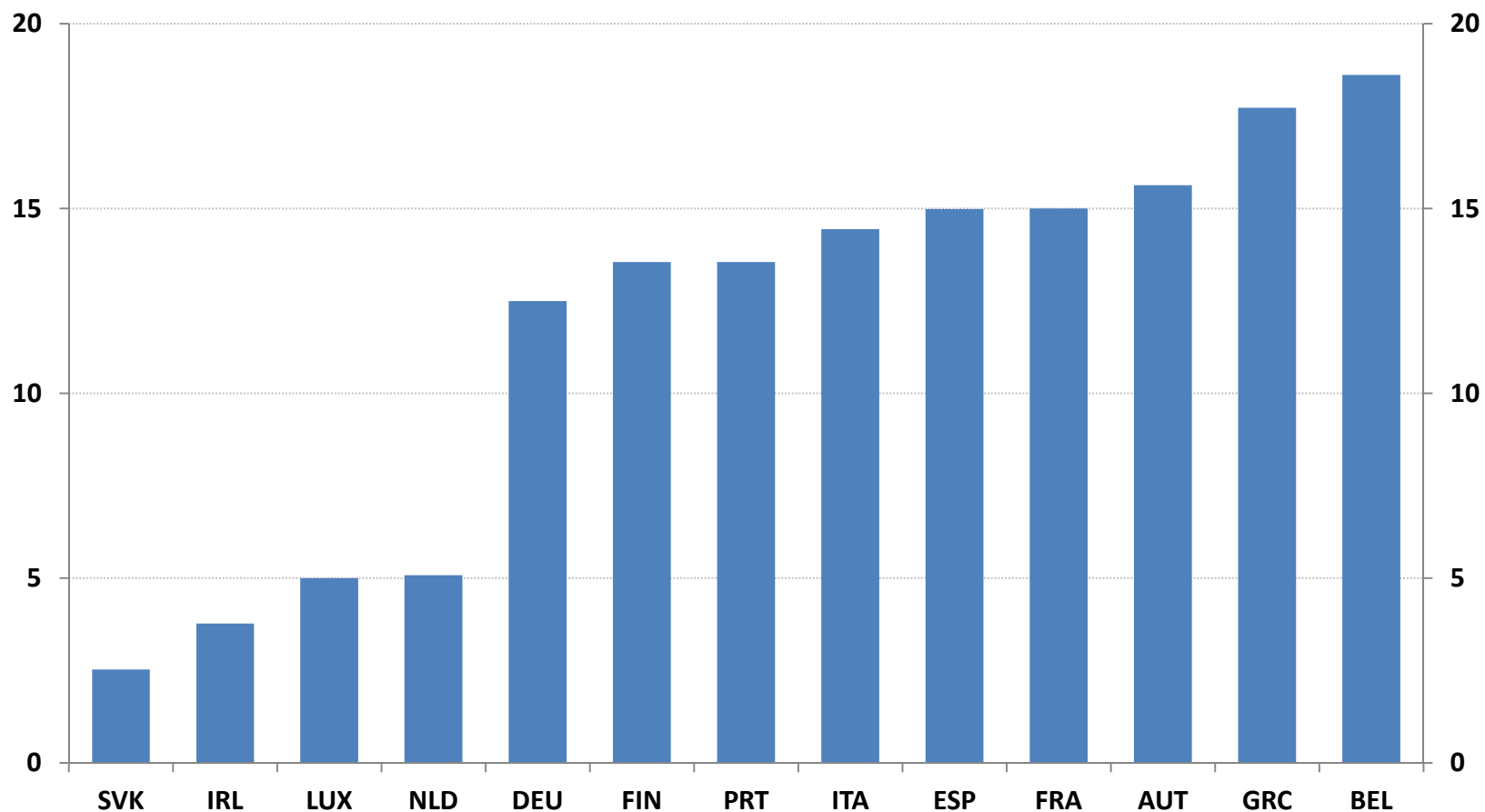


Note: The indicator is the ratio of the total number of years in which some action is taken to address the policy priority to the total number of years in which the policy priority has been identified.

Source: OECD Going for Growth2012.

Impatto delle riforme sul Pil

Reform packages in labour and product markets. GDP cumulated gains in ten years



Note: Estimated cumulative GDP impact from reforms specified in Bouis and Duval (2011).

Source: R. Bouis and R. Duval (2011), "Raising the Potential Growth After the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from Various Structural Reforms in the OECD Area and Beyond", OECD Economics Department Working Papers, No. 835, Figure 15.

Il problema del breve termine (1)

- Le RS producono risultati anche nel breve termine ma soprattutto nel medio termine
- Le RS devono essere implementate oltre che legiferate (e anche questo richiede tempo)
- Senza un livello di fiducia sufficiente le RS sono meno efficaci (p. es. maggiore concorrenza apre spazi di investimento che non sono sfruttati)
- L'impatto può essere limitato nelle fasi deboli del ciclo ed in presenza di vincoli di finanziamento

Il problema del breve termine (2)

- E' necessario un "sostegno esterno " che mantenga la fiducia dei mercati per il tempo necessario al rafforzamento dei "fondamentali "**

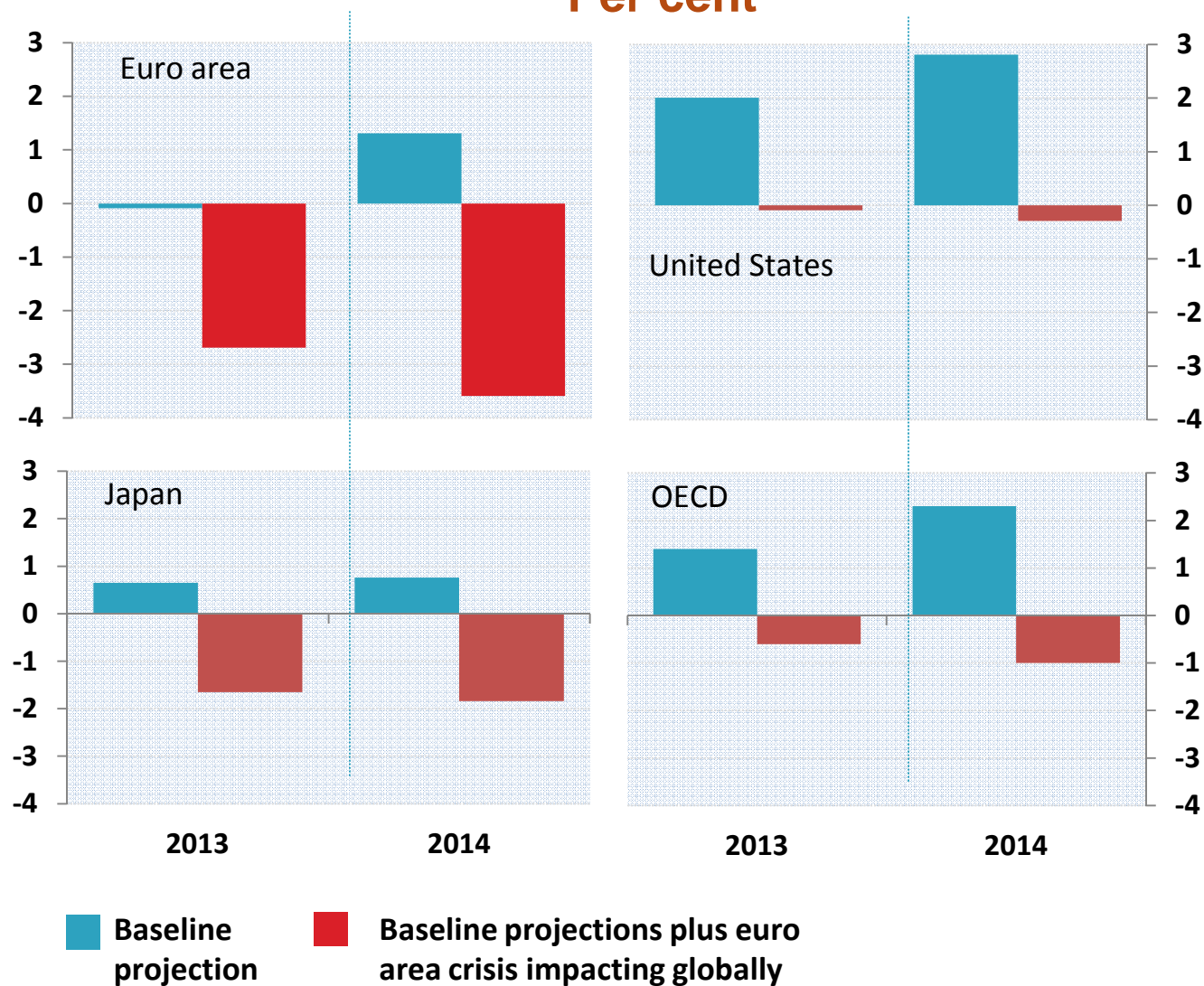
**Cioé .. progresso nel consolidamento fiscale
...ed effetti delle RS**

- ...se i mercati sono impazienti la dinamica del debito diventa perversa: meno crescita, interessi crescenti, piu debito, ..., minore capacita sociale di sostenere i costi delle riforme
..."contagio politico" tra paesi deboli nella zona euro**

e.....

Uno shock negativo avrebbe conseguenze devastanti

Per cent



Source: OECD calculations.

Dal breve al lungo termine. Uscire dalla crisi, stabilizzare l'unione monetaria

- ❑ **Spezzare i legami perversi tra banche e debito sovrano**
 - Rafforzare il capitale delle banche
 - Accelerare l'unione bancaria (supervisione, risoluzione crisi, assicurazione depositi, risorse comuni)

- ❑ **Spezzare i legami tra debito sovrano e rischio di uscita**
 - RS, consolidamento fiscale , ESM/OMT

- ❑ **Spezzare il circolo vizioso tra spread e sostenibilità del debito**
 - Fiscal compact, gestione del debito

- ❑ **Rilanciare la crescita**
 - RS e Mercato Interno

Uno scenario “ottimista”

- Il consolidamento fiscale continua.** Da inizio 2015 debito pil in molti paesi potrebbe cominciare a scendere con significativo impatto su fiducia e mercati .
- Nello stesso periodo RS potrebbero produrre effetti “visibili”** se implementate con efficacia
- Il rafforzamento delle istituzioni dell'unione monetaria potrebbe procedere rapidamente,** con ulteriori benefici sulla fiducia dei mercati.
- Una ripresa più sostenuta in USA e nei EME potrebbe sostenere la crescita nella zona euro più di quanto previsto** facilitando l'aggiustamento interno.