

L'economia delle nuove relazioni internazionali

Giancarlo Corsetti

Professor of Macroeconomics

Director Cambridge INET

Rossi-Doria Lecture 2017

Introduzione

Due velocità nella globalizzazione

- Commercio
- Finanza

a rischio di banalizzare:

	Commercio	Conto Corrente	Cambio
• Bretton Woods	+	-	fixed
• Washington Consensus	+	+	flex/euro
• Global crisis	-	=/?	war?

Uno dei possibili universi dopo Tramp: l'opposto di Bretton Woods

Il tema della presentazione

- La reazione politica e elettorale alla globalizzazione nei paesi avanzati ha progressivamente imposto un'agenda di restrizione del commercio e migrazione, al di fuori delle istituzioni multilaterali e regionali.
- La stessa agenda persegue o prefigura obiettivi opportunistici di **deregolamentazione finanziaria interna e, almeno per ora, il mantenimento della libertà nei movimenti di capitali---** depotenziamento delle istituzioni finanziarie nazionali e internazionali che, specialmente dopo la crisi, si sono evolute e ristrutturate con l'obiettivo della stabilità.

Il tema

- La globalizzazione finanziaria vincola le politiche redistributive e di tassazione di impresa, a favore del capitale.
- Ma le radici politiche e elettorali dell'agenda richiedono risultati nella difesa e la compensazione dei perdenti, che quindi devono avvenire attraverso la protezione dell'occupazione dalla concorrenza internazionale, la re-industrializzazione e/o l'acquisizione di quote di mercato internazionale nei servizi.
- Mercati finanziari globalizzati rafforzano gli incentivi a ricorrere a strumenti quali politiche industriali, partnership pubbliche e privati, sussidi avversati all'interno del WTO in modo aggressivo e 'beggar they neighbor'.

Il tema

- Nella visione degli anni novanta, la globalizzazione finanziaria migliora la politica di stabilizzazione perché disciplina i decisori nazionali e punisce la discrezionalità.
- Tuttavia, favorendo la diversificazione del rischio, diminuisce i costi di politiche opportunistiche, aumentando l'incentivo a ricorrere a misure beggar-thy-neighbor.

La globalizzazione finanziaria aumenta il rischio di forme estreme di politiche non-cooperative su commercio, imposizione fiscale, politica monetaria e di cambio, politica industriale.

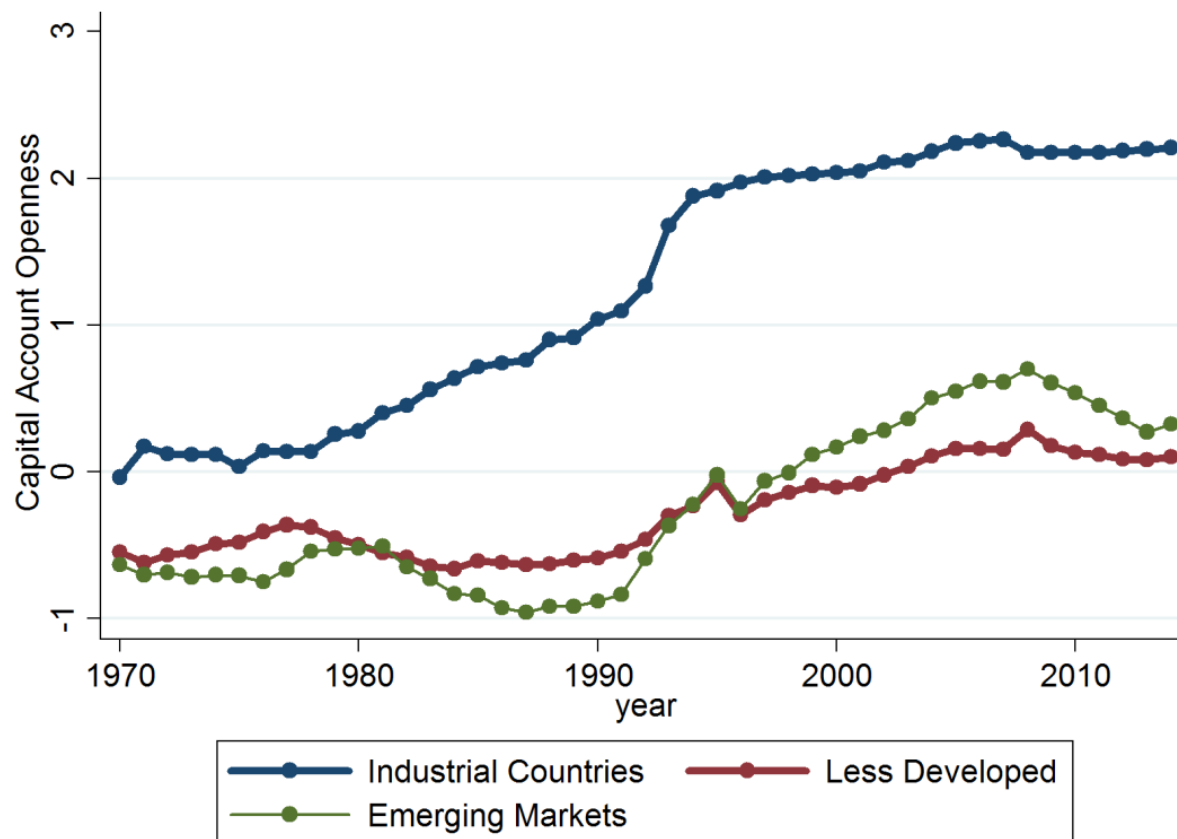
Indice

1. Il contesto degli squilibri globali in 7 grafici
2. Il commercio internazionale dopo la crisi: luci e ombre
3. Le dimensioni del '*Global rebalancing*'
4. Lo scenario non-Bretton Woods
5. Un'estensione all'area dell'euro e il mercato unico

Globalizzazione finanziaria: un processo asimmetrico

Indice di liberalizzazione finanziaria di Chinn-Ito

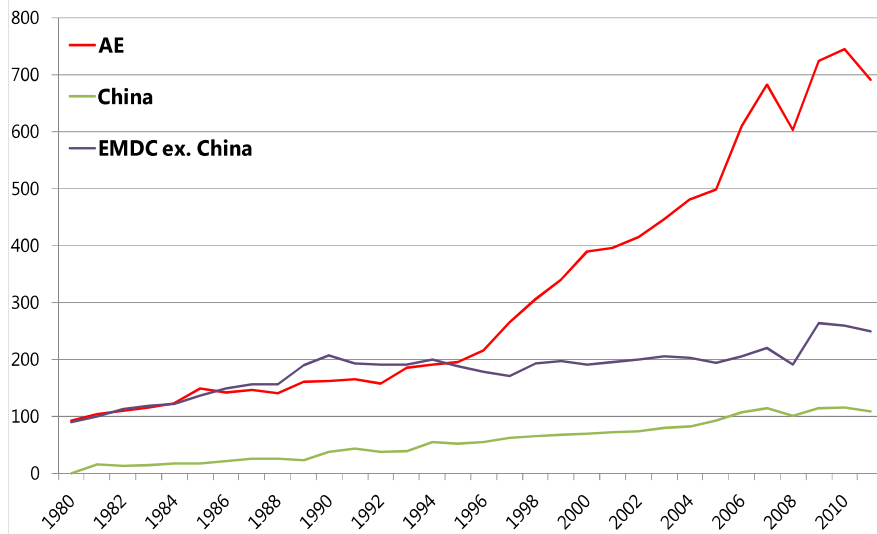
Figure 1: Development of *KAOPEN* for Different Income Groups, 1970 – 2014



Globalizzazione finanziaria: un processo asimmetrico

Financial Openness

(Total Gross External Assets and Liabilities in percent of individual country GDP; includes reserves; from EWN)

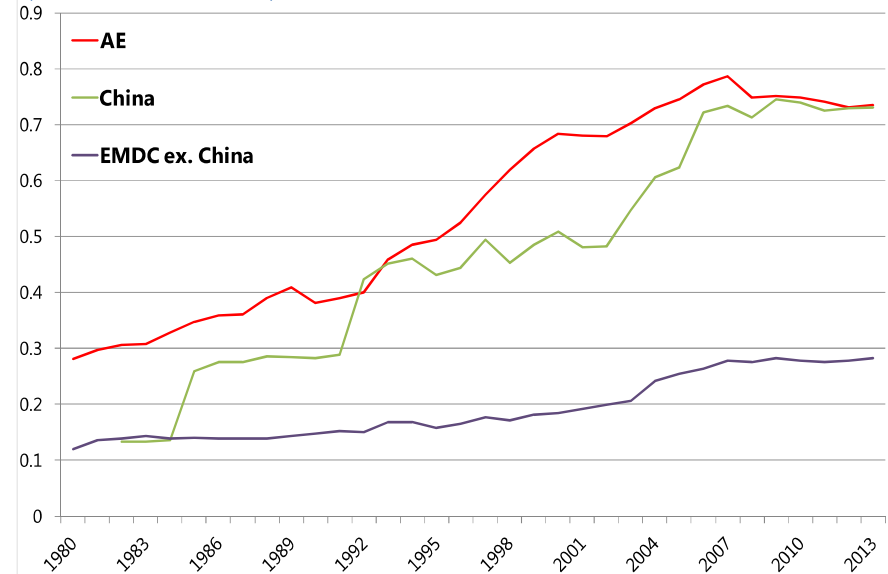


Note: Luxembourg is excluded from the AE average.

Sources: OECD and IFS

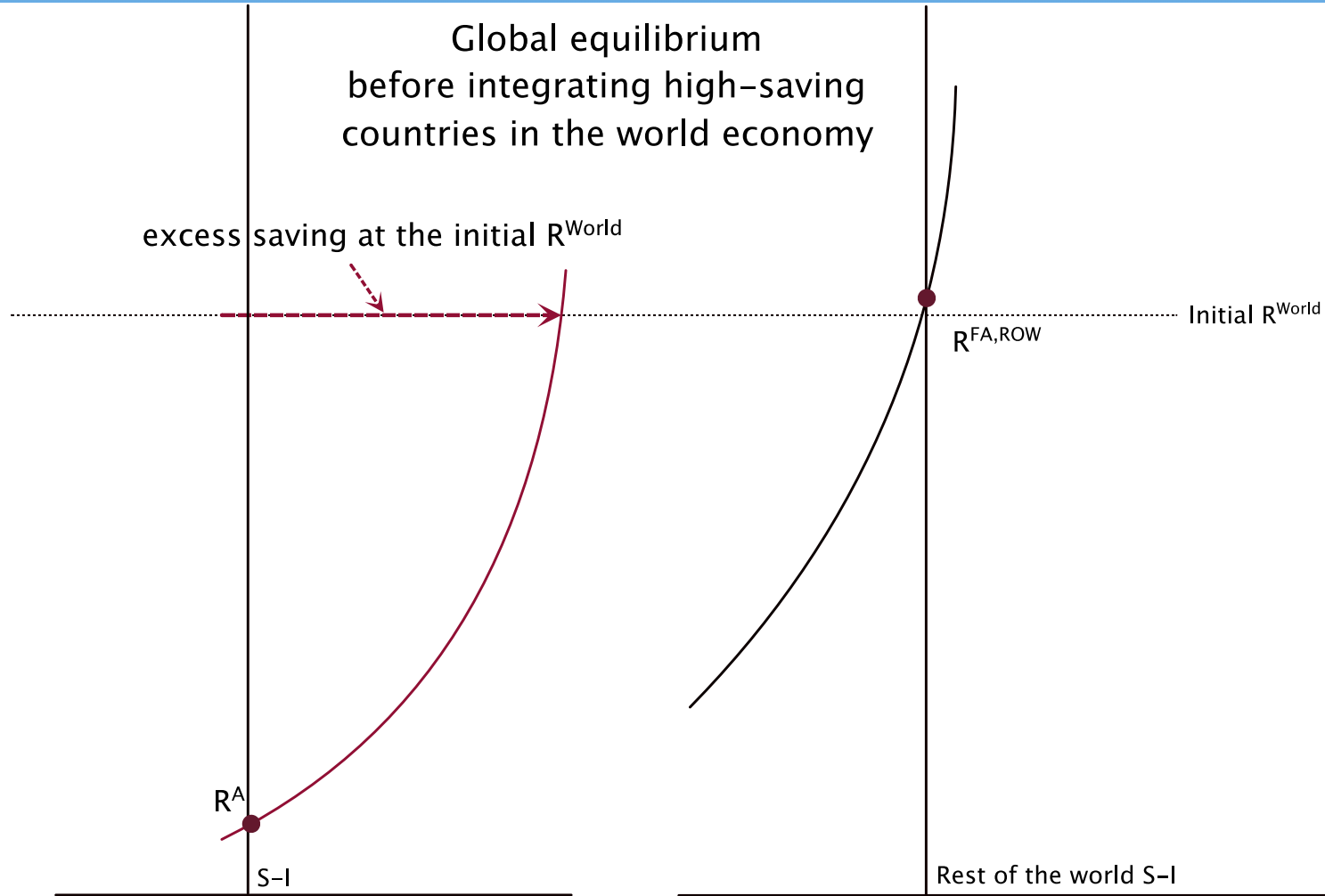
Financial Development

(Private Sector Credit/GDP)

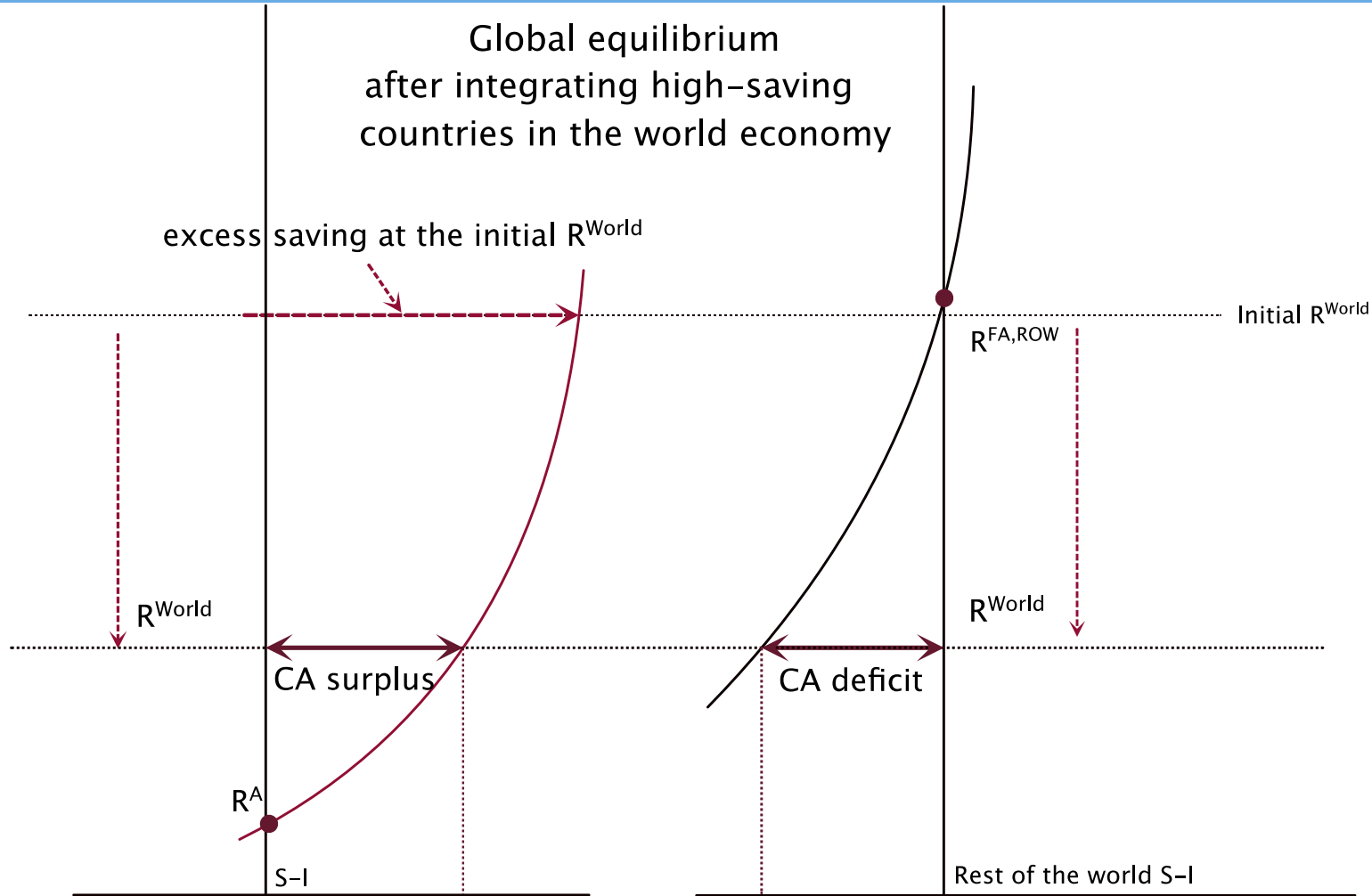


Sources: OECD and IFS

Gli effetti della globalizzazione: squilibri globali

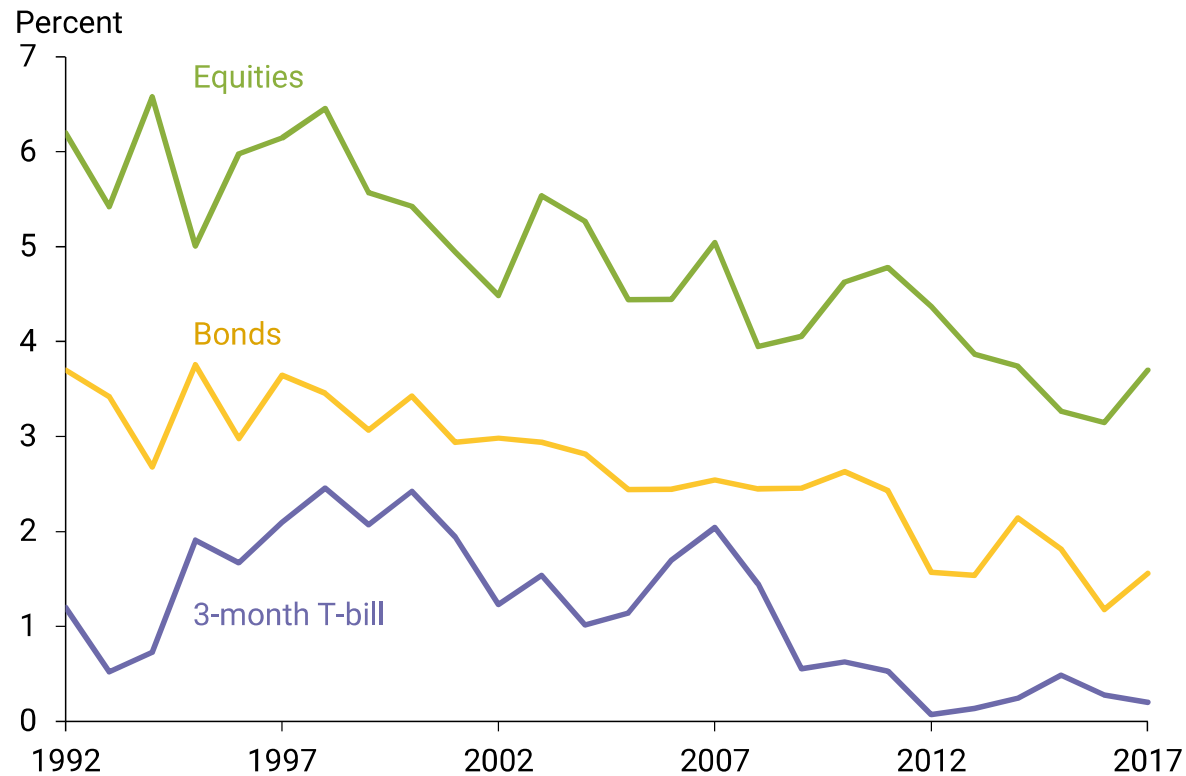


Gli effetti della globalizzazione: squilibri globali



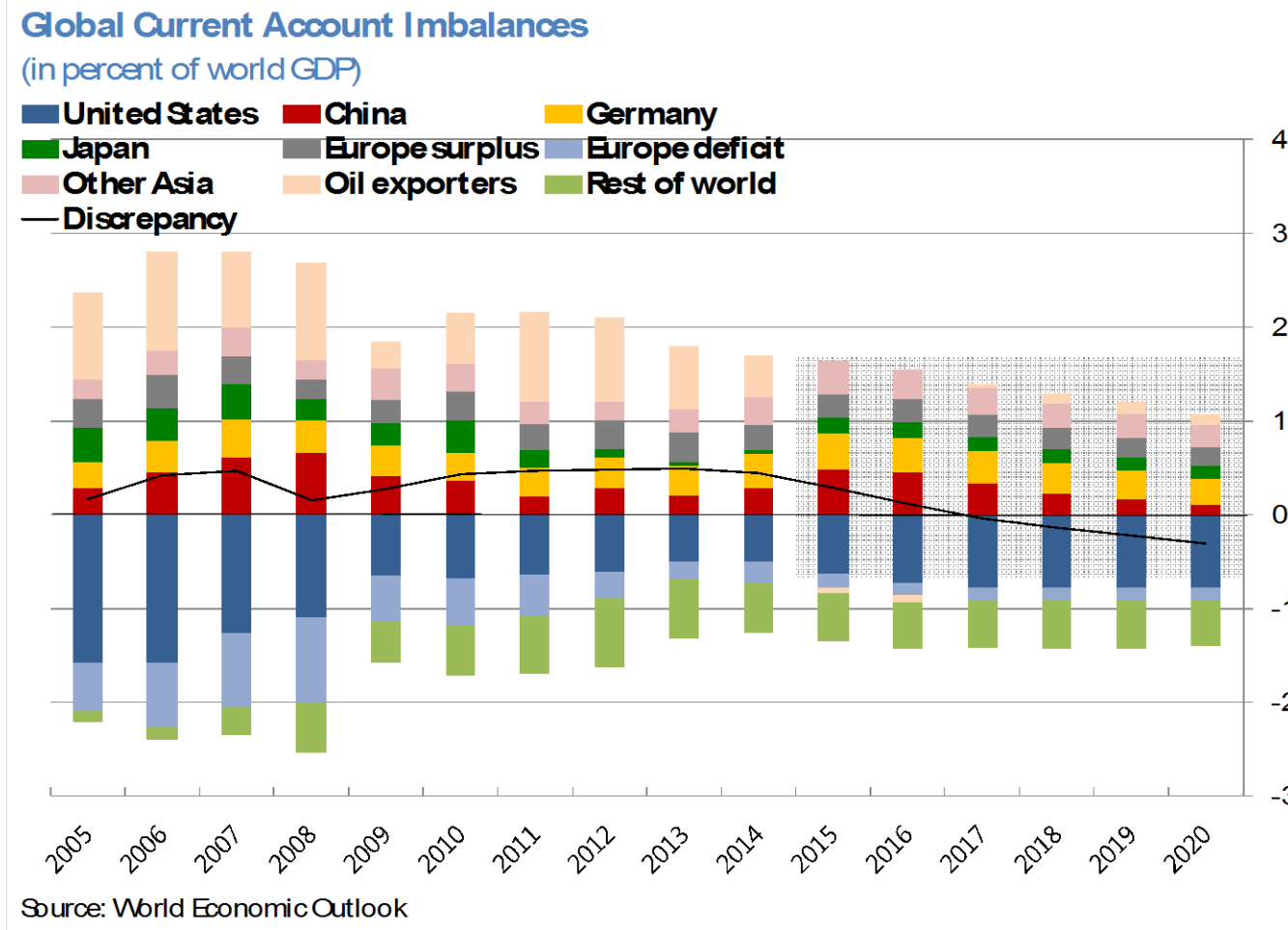
Gli squilibri globali: tassi di interesse

Figure 4
SPF forecasts of 10-year real returns

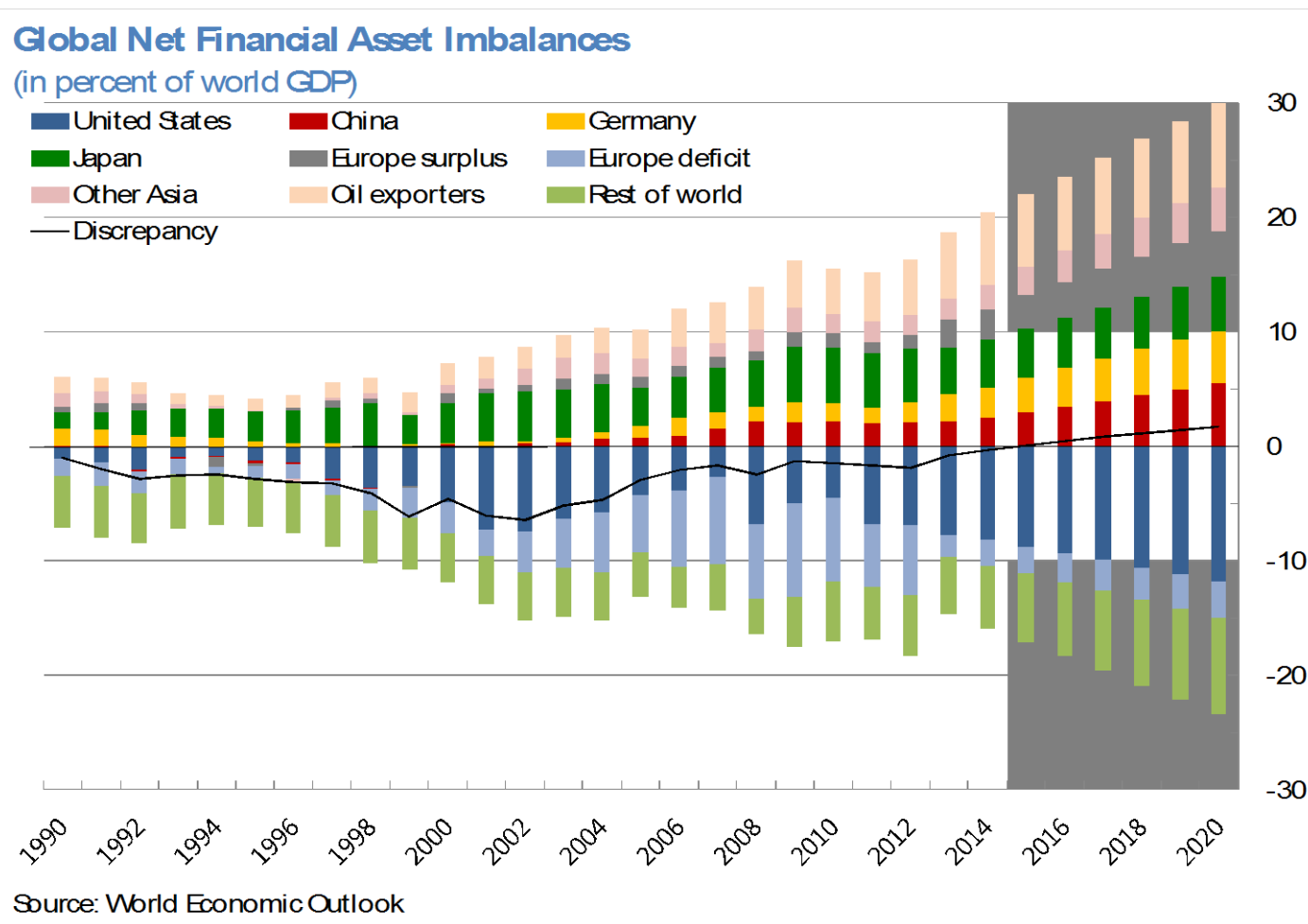


Note: Returns are deflated with SPF long-run consumer price index inflation forecast.

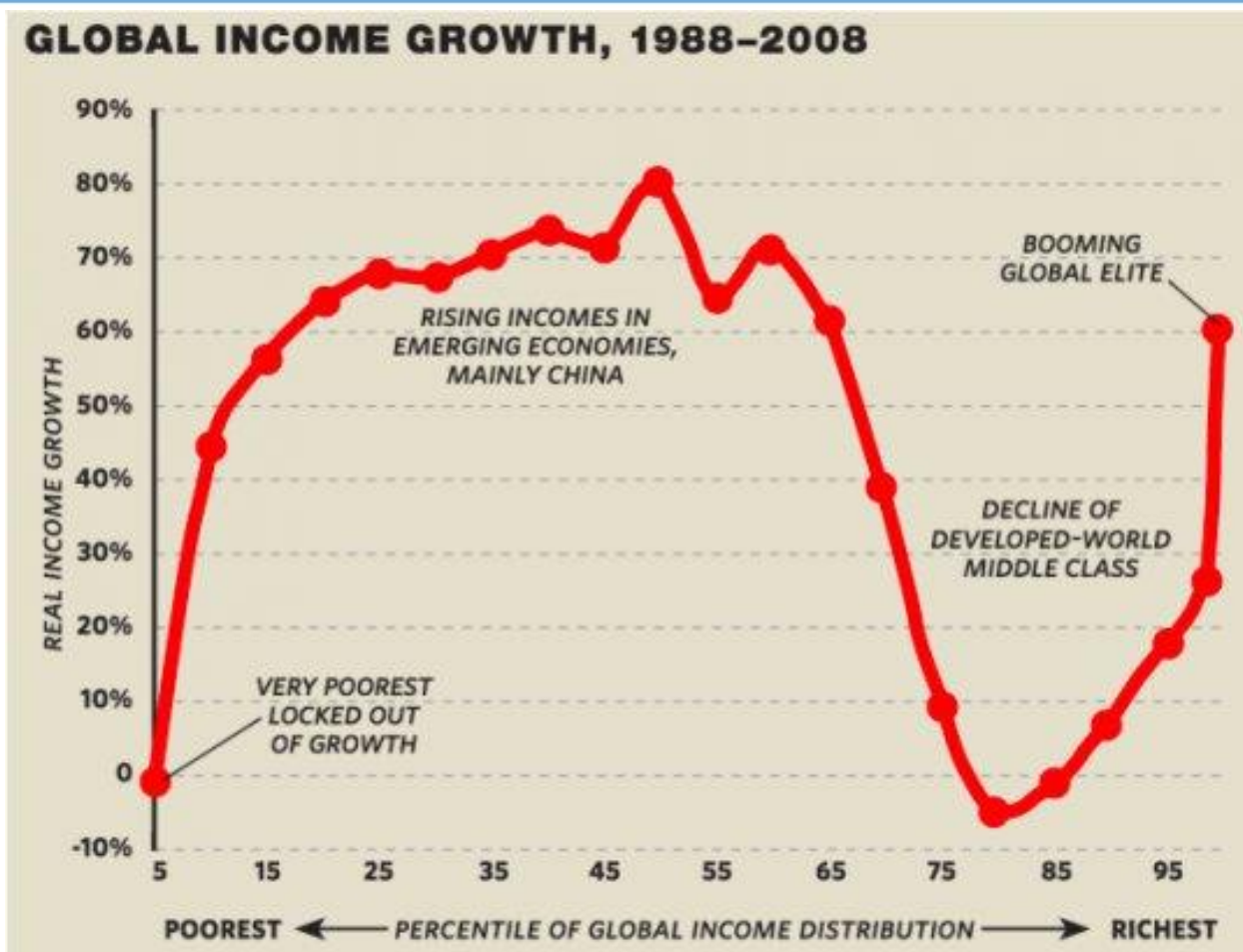
Gli squilibri: conto corrente



Gli squilibri: posizioni finanziarie



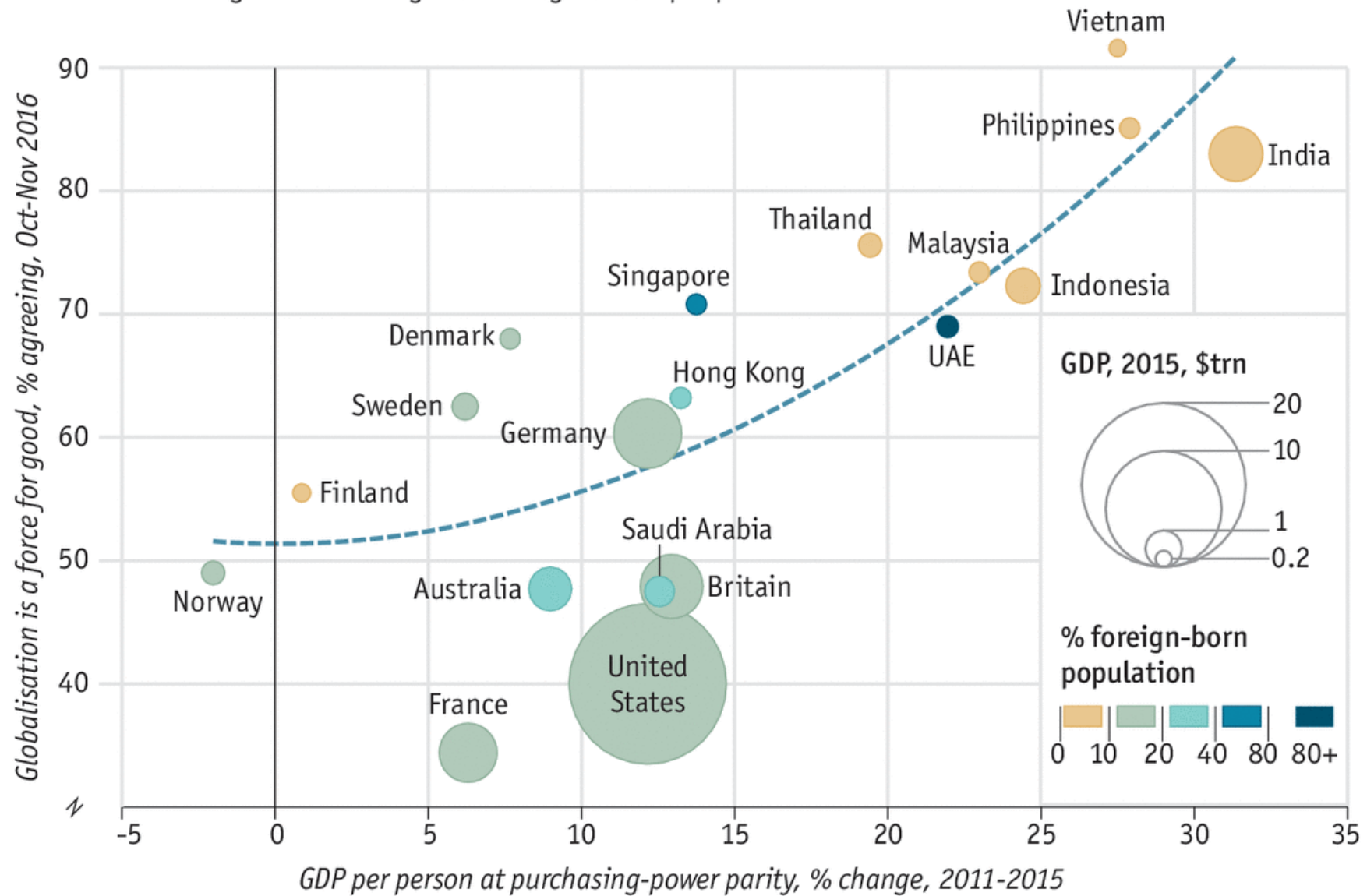
“The elephant in the room”: la distribuzione



“Global inequality : a new approach for the age of globalization” [Branko Milanović](#)

Enough to go around?

Attitudes towards globalisation against change in GDP per person



Sources: YouGov/The Economist; World Bank; UN

Le cause degli squilibri globali: un progressive cambio di prospettiva

1. Incertezza e risparmio precauzionale (Bernanke)
2. Politiche monetarie e fiscali squilibrate
3. Politiche mercantilistiche e industriali

Dimensioni del 'global rebalancing'

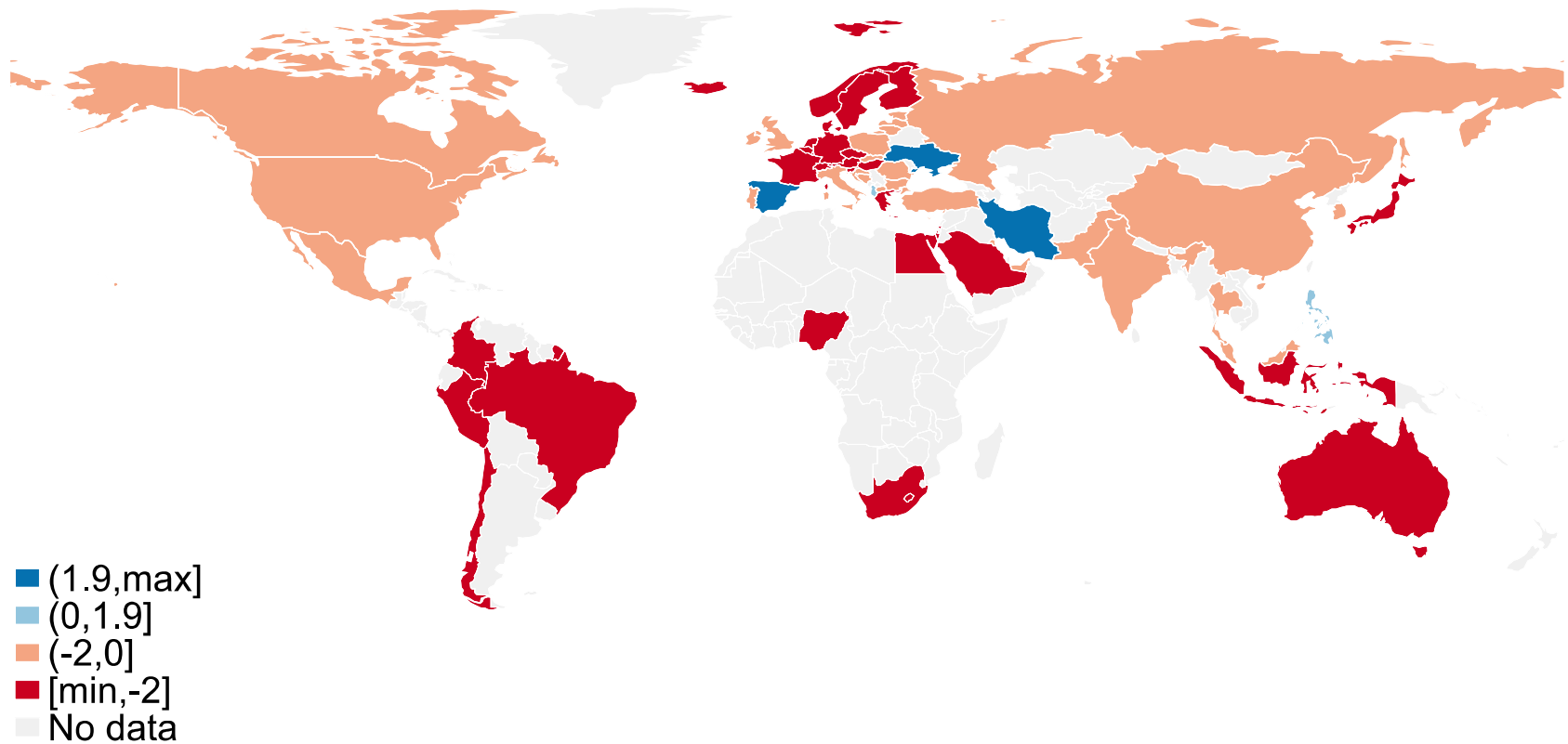
1. Conto corrente
2. Mix di politica economica e fiscale
3. Indebitamento pubblico e privato
4. Distribuzione e disoccupazione nei paesi avanzati
5. Produttività

Il processo è in corso, ma a rischio di involuzione e crisi conflittuali.

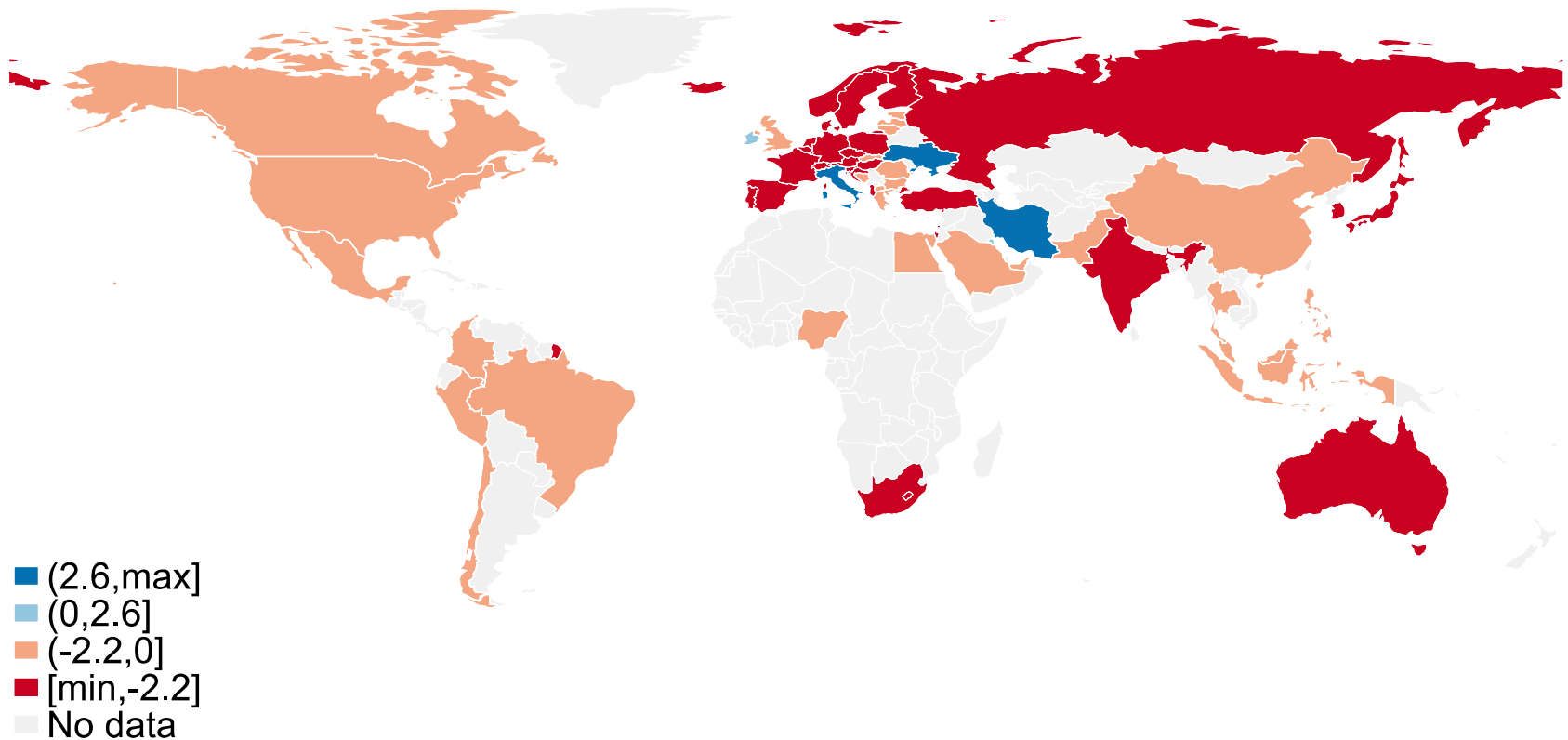
Il commercio internazionale dopo la crisi

- Stallo degli accordi multilaterali (fino alla chiusura di fatto del Doha Round nel 2015 a Nairobi)
- Riorganizzazione su base regionale (TPP, TTIP, CETA)
- Diffusioni di misure protezionistiche all'interno delle regole WTO *antidumping, countervailing measures*
 - Rapporto presentato al G20 da OECD WTO e Unctad (giugno 2016): 1583 nuove misure restrittive del commercio, 6% dell'import totale, dal 2009 (ma anche rimozione di misure)
 - Diffusione di 'murky protectionism'
- Ma nessuna involuzione significativamente negativa fino a Brexit e Trump (accordi bilaterali e "better trade deal" "in the national interest")
Le conseguenze sono però incerte.

La caduta dell'elasticita' delle esportazioni al GDP dopo la crisi (courtesy DGI ECB)



La caduta dell'elasticita' delle **importazioni** al GDP dopo la crisi (courtesy DGI ECB)



Le linee di faglia

- La Cina nel WTO
 - Un sistema multilaterale nato per favore la coesistenza di economie di mercato dominato da una economia largamente dirigistica (credito, energia, imprese pubbliche, licenze e autorizzazioni, imposizione e sussidi etc.).
 - La politica nei paesi avanzati rifocalizzata su crisi, disuguaglianza e de-industrializzazione
 - L'agenda macroeconomica di Trump (se mai attuata)
 - Investimenti pubblici
 - Border adjustment tax
 - Riduzione dell'imposizione
- prefigura apprezzamento del dollaro e deficit, e quindi rischi di offensive protezionistiche di ritorno.

IL NON-BRETTON WOODS

I costi di politiche non cooperative: una riconsiderazione teorica

Focus: politica monetaria (ma lo stesso può valere per la fiscale)

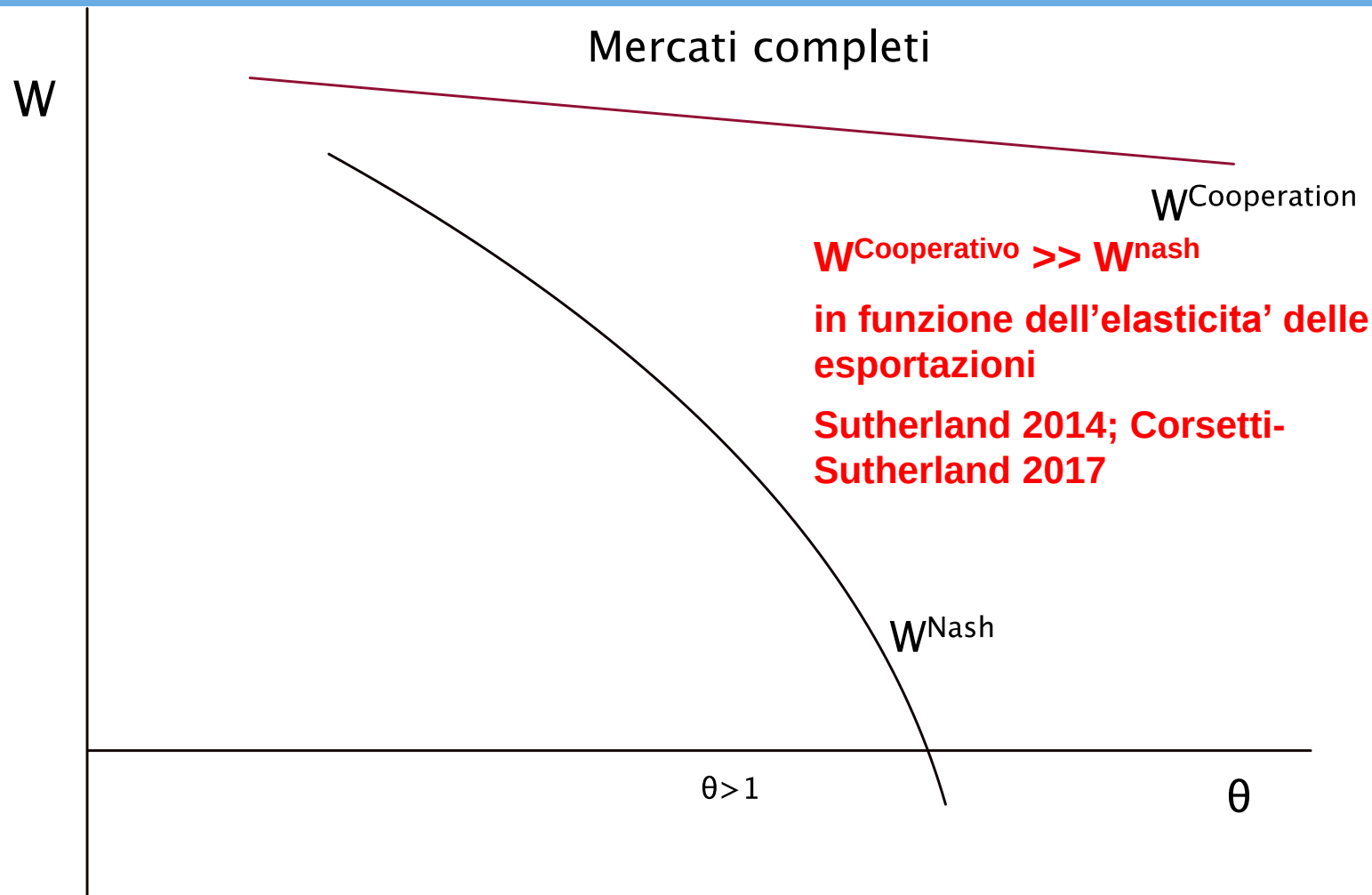
Obstfeld e Rogoff 2001, Corsetti e Pesenti 2005, Sutherland 2004, Corsetti Dedola e Leduc 2010, Bodenstein e Guerrieri 2015, Benigno e Benigno inter alia.

Nel modello monetario standard, contrariamente a quanto argomentato per molti anni, con mercati finanziari integrati e efficienti, i costi della non-cooperazione possono essere sostanziali.

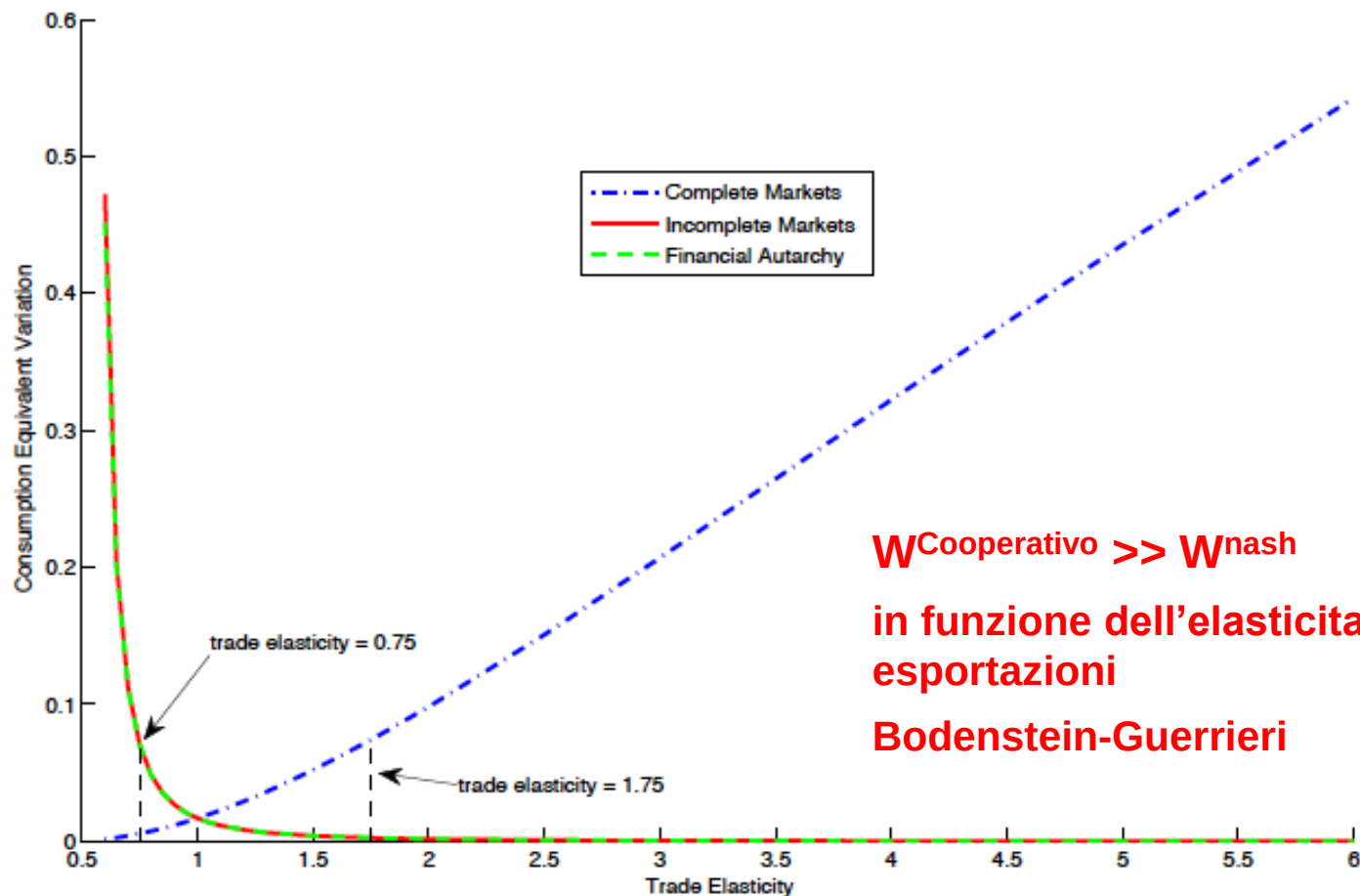
Le figure che seguono mostrano il divario di benessere sociale tra

- Cooperazione monetaria internazionale
- Comportamento opportunistico delle autorità monetarie (Nash) nel caso di mercati completi.

Integrazione finanziaria aumenta i costi sociali di politiche monetarie non cooperative



Integrazione finanziaria aumenta i costi sociali di politiche monetarie non cooperative



$W^{\text{Cooperativo}} \gg W^{\text{nash}}$

in funzione dell'elasticita' delle esportazioni

Bodenstein-Guerrieri

Integrazione finanziaria aumenta i costi sociali di politiche monetarie non cooperative

Perchè? Obiettivi prettamente di interesse nazionale rendono ottimale la manipolazione del cambio (ragioni di scambio), creando *trade-offs* con la stabilizzazione del output gap (Obstfeld and Rogoff 2001, Corsetti Pesenti 2005).

Con mercati completi, la relazione è positiva e crescente nell'elasticità delle esportazioni/importazioni θ :

Ragioni di scambio relative

Variabilità del output gap

$$E[(\hat{c} - \hat{y}) - (\hat{c}^* - \hat{y}^*)] = \theta E[(\hat{o} - \hat{y})^2 - (\hat{o}^* - \hat{y}^*)^2]$$

dove $\hat{c}$ è la domanda, $\hat{y}$ output, $\hat{o} - \hat{y}$ l'output gap e E il valore atteso. Le variabili sono espresse in deviazione dallo stato stazionario.

Integrazione finanziaria aumenta i costi sociali di politiche monetarie non cooperative

Più alta è la diversificazione del rischio,

- minore e' costo di politiche opportunistiche unilaterali in termini di reddito,
- Maggiore è l'incentivo per le autorità nazionale a agire in modo non cooperativo.

Intuizione: più i portafogli sono diversificati in valuta, minori sono i costi in termini di reddito di una svalutazione competitiva.

Con la ritorsione degli altri paesi, tuttavia, gli effetti sulle ragioni di scambio si compensano tra loro:

- in equilibrio rimane solo il costo di una volatilità eccessiva dell'occupazione.

Nota sul risultato

La rilevanza dei costi di regimi non cooperativi relativamente a quelli cooperativi con mercati completi è un risultato che dipende sia dal tipo di shock che colpiscono l'economia sia dalle caratteristiche dell'economia.

- Nei modelli con rigidità nominali a la Calvo-Yun/Fisher, le rilevanza e' crescente nel peso di shock cosiddetti inefficienti, ovvero inflazionistici (*cost push*)
- Nei modelli a la Obstfeld e Rogoff, il risultato è comparabile per shock sia efficienti (produttività) sia inefficienti (markup)
- Il risultato vale per elasticità θ sufficientemente diverse da 1, ovvero lontano da economie dove i movimenti endogeni delle ragioni di scambio assicurano la diversificazione del rischio di impresa.

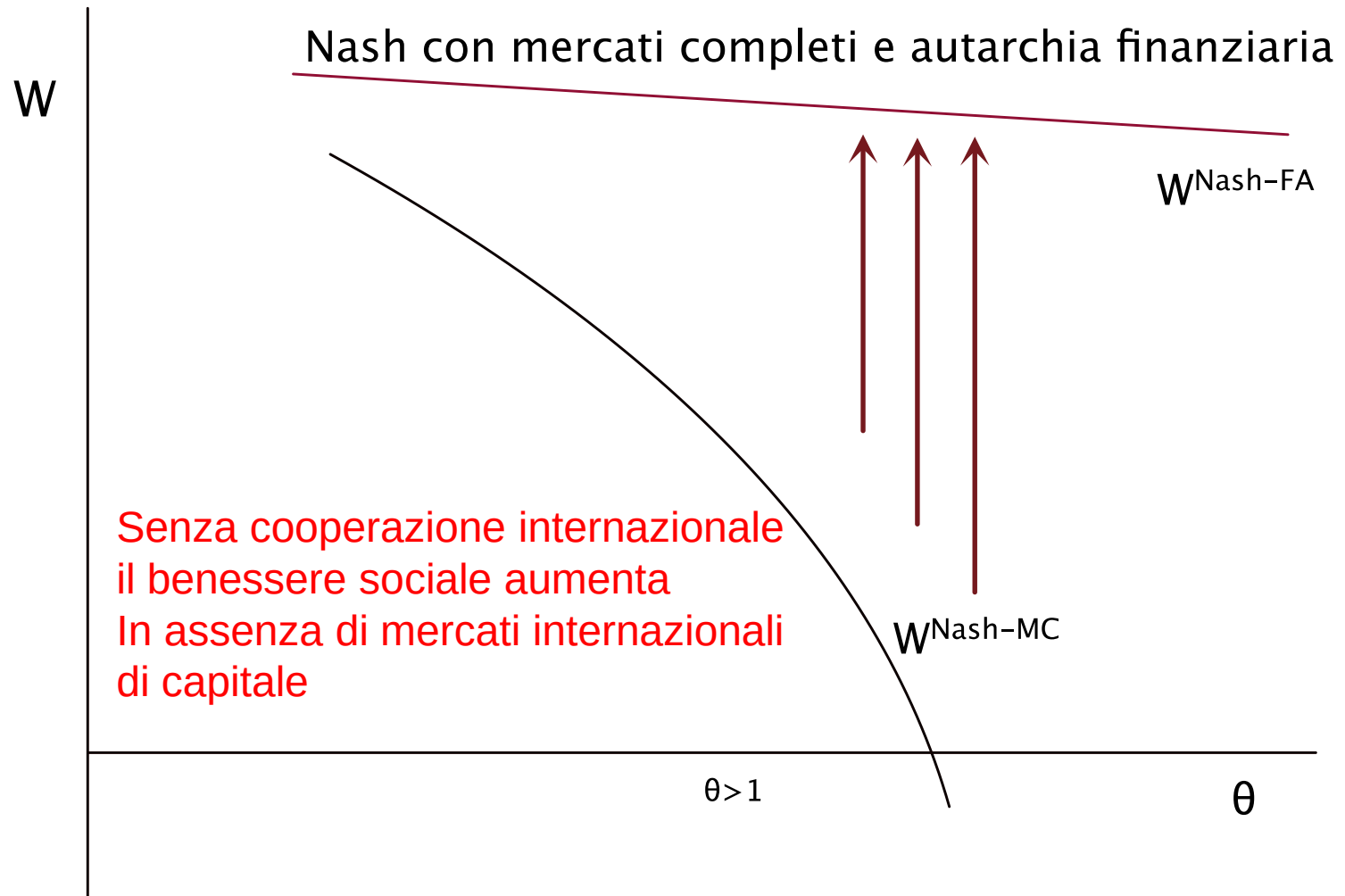
Globalizzazione finanziaria: sostenibile in un equilibrio con politiche non-cooperative?

La logica del modello produce un secondo importante risultato

In un equilibrio non-cooperativo, il benessere è maggiore in autarchia finanziaria

in violazione del teorema fondamentale ‘gains from trade’

Nota sul risultato



La violazione dei 'gains from financial trade'

Le ragioni del risultato

- L'aggiustamento dei prezzi relativi di equilibrio a shock fondamentali e di politica economica è maggiore con mercati completi rispetto a autarchia finanziaria (Corsetti Dedola e Leduc 2010).
- Politiche non-cooperative di stabilizzazione degli shock inflazionistici diventano meno aggressive senza un mercato internazionale di capitali e tendono a creare meno distorsioni nei prezzi relativi interni.

ESTENSIONE ALL'AREA DELL'EURO

One market one money

Questi risultati aprono nuove prospettive per rivalutare una tesi fondante dell'euro: il mercato unico richiede una moneta unica

- Aspetti micro (prezzo unico, costi di transazione)
- Aspetti macro
 - Manipolazione del cambio
 - *Misalignment* e pressioni speculative

One market one money: una valutazione macro

Gli elementi per una valutazione macro della tesi sono contenuti in numerosi lavori

- Obstfeld e Rogoff 2001, Corsetti e Pesenti 2005, Cooley e Crucini 2003, Sutherland 2004, Auray e Eyquem, 2014, Corsetti Dedola e Leduc 2010, Bodenstein e Guerrieri 2015, *inter alia*.

Quanto segue mette insieme e rielabora i tasselli in un quadro di insieme (Corsetti Sutherland 2017).

Lo schema:

1. Mercato unico di beni e attività finanziarie senza moneta unica
2. Mercato unico con una moneta unica
3. Moneta unica senza mercato per le attività finanziarie

Il problema del mercato unico senza moneta unica

Una motivazione storica dell'euro:

- un mercato integrato non può coesistere con comportamenti opportunistici delle autorità monetarie --- le svalutazioni competitive

Come abbiamo visto sopra, più il mercato unico dei capitali diventa efficiente e assicura la diversificazione del rischio, maggiori sono gli incentivi a deviare da un equilibrio cooperativo, peggiore è l'equilibrio macroeconomico.

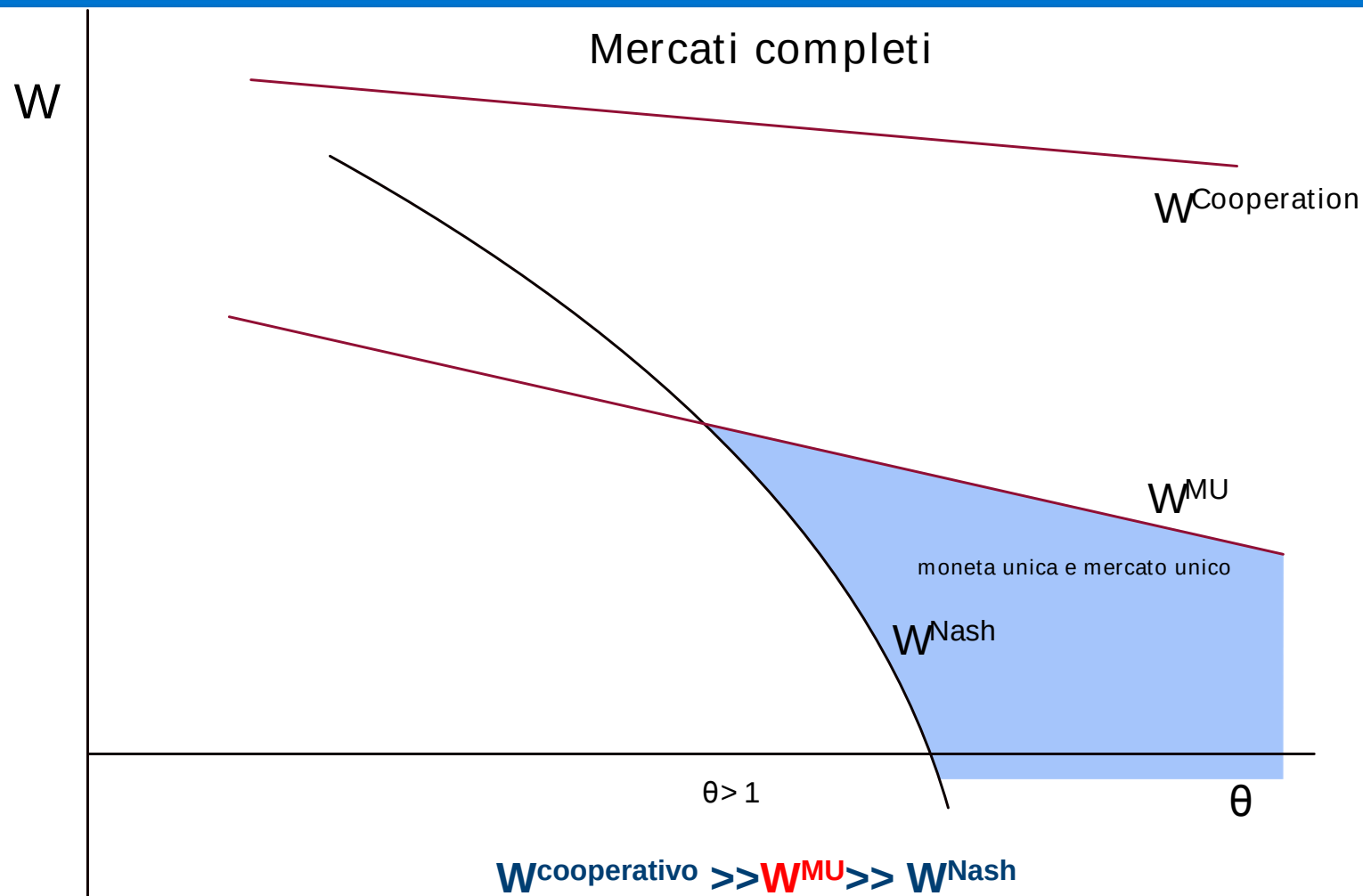
L'euro come 'constrained cooperation'

Tesi: se un regime di cooperazione internazionale con monete indipendenti non è credibile/sostenibile, un accordo sulla moneta unica può contenere i danni di regimi di stabilizzazione opportunistica, di fatto imponendo una forma inefficiente di cooperazione.

- Dato il mercato unico, con una moneta unica i paesi guadagnano in termini di stabilizzazione anche se la politica monetaria comune non può stabilizzare output gap e inflazione nazionale in modo ottimale:

$$W^{\text{cooperativo}} >> W^{\text{MU}} >> W^{\text{Nash}}$$

Vantaggi della moneta unica in un mercato unico, integrato e sviluppato delle attività finanziarie



L'euro come 'constrained cooperation', differente dalla tesi del 'vantaggio di legarsi le mani'.

Argomento per la moneta unica enfatizza i costi dell'assenza di cooperazione e coordinamento delle politiche economiche nazionali,

- non i vantaggi di 'legare le mani' a decisori di politica economica discrezionali.

Il risultato

$$W^{\text{cooperativo}} >> W^{\text{MU}} >> W^{\text{nash}}$$

è derivato sotto l'ipotesi che il decisore pubblico è non discrezionale, ma persegue l'interesse nazionale e quindi può seguire regimi di politica economica non cooperativi

L'euro come 'constrained cooperation', differente dalla tesi del 'vantaggio di legarsi le mani'

Ovviamente la configurazione ottimale e' quella con mercati completi e cooperazione nella politica economica.

- La tesi presuppone scetticismo sulla sostenibilita' del regime di cooperazione

‘Houston, we have a problem’

L’euro come cooperazione vincolata sembra prefigurare una teoria macroeconomica capace di razionalizzare l’avversione dei paesi europei a integrare i propri mercati mantenendo la fluttuazione dei cambi.

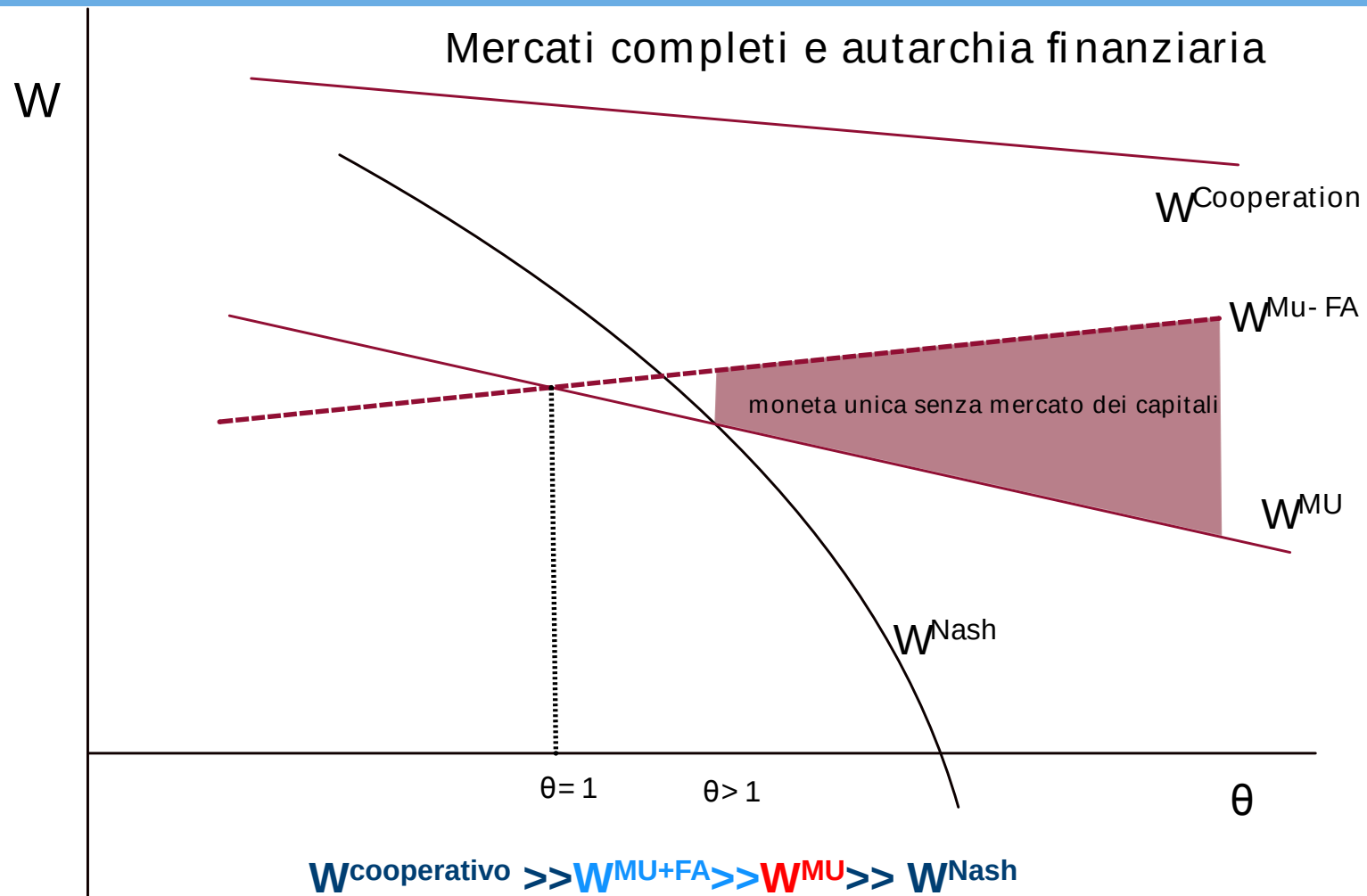
Ma c’è un problema:

- Con la moneta unica, per θ sufficientemente lontano da 1, il benessere è maggiore senza mercati finanziari

$$W^{\text{cooperativo}} \gg W^{\text{MU+FA}} \gg W^{\text{MU}} \gg W^{\text{nash}}$$

ancora una volta in violazione del teorema fondamentale di ‘gains from trade’ (‘second best’)

Moneta unica: vantaggi della chiusura dei mercati finanziari



La violazione dei 'gains from financial trade' nella moneta unica

Le ragioni del risultato

- L'aggiustamento dei prezzi relativi di equilibrio è minore senza mercati finanziari (Corsetti Dedola e Leduc 2010).
- Quindi è meno rilevante la perdita del cambio nominale come margine di aggiustamento e della politica monetaria nazionale come strumento: gli shock producono meno dispersione dell'inflazione e dei prezzi.

Il risultato, pubblicato da un lavoro non sufficientemente noto di Auray e Eyquiem (2014), indica un problema di fondo della teoria e politica economica dell'euro.

Il significato del risultato

$$W^{\text{cooperativo}} \gg W^{\text{MU+FA}} \gg W^{\text{MU}} \gg W^{\text{Nash}}$$

- Ribadisce il punto noto ma poco compreso che, in un'unione monetaria, **i mercati finanziari non sono sostituti di strumenti fiscali di stabilizzazione.**
 - Il punto è spesso frainteso nelle discussioni della teoria delle aree valutarie ottimali, che presentano entrambi nella lista di condizioni per l'ottimalità senza specificare che sono complementari.
 - Il mercato unico finanziario rende ancora più importante l'uso degli strumenti fiscali in un'unione monetaria.

Il significato del risultato

Ancora più importante:

- Se la politica monetaria comune rimane l'unica politica di stabilizzazione, il mercato unico la rende meno efficace, creando un incentivo alla segmentazione.

Questo, indipendentemente dalla desiderabilità di controlli dei movimenti di capitale per gestire crisi finanziarie, fiscali o bancarie. L'incentivo alla segmentazione non dipende da rischio e instabilità finanziaria.

Un'unione monetaria incompleta è quindi una minaccia al mercato unico.

Conclusioni

- La globalizzazione finanziaria aumenta gli incentivi a rompere un equilibrio cooperativo nelle politiche economiche, con costi che in equilibrio possono essere molto grandi.
- Un altro trilemma? Protezionismo o con politiche macro opportunistiche o con mercati finanziari integrati.

Lo stesso modello (standard) che motiva la moneta unica come cooperazione (inefficiente) vincolata a sostegno del mercato unico, produce il risultato paradossale che la moneta unica unica per se motiva l'autarchia finanziaria, ovvero la rottura del mercato unico.

Riferimenti

- Stephane Auray & Aurelien Eyquem, 2014 "Welfare Reversals in a Monetary Union," American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association, vol. 6(4), pages 246-290, October.
- International Monetary Fund (2016) Strengthening the International Monetary System—A stocktaking, March
- John C. Williams FRBSF, Three Questions on R-star, Economic Letter 2017-05 | February 21, 2017 | Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco

Le tesi contro la cooperazione internazionale

1. In pratica: “too little too late”

- Anni 70, shock petroliferi

2. Sostenibilità degli accordi e incentivi a deviare

- Anni 70/80 il Giappone non coopera ex post

3. La cooperazione può essere controproducente (Rogoff)

- Se un governo discrezionale e' impegnato in politiche di disinflazione, accordi cooperativi internazionali di sostegno della domanda aumentano gli incentivi per imprese e sindacati a non ridurre prezzi e richieste salariali.

4. Dal punto di vista sociale, i vantaggi della cooperazione sono irrilevanti rispetto a “keeping one's house in order”

- Obstfeld e Rogoff su Corsetti e Pesenti

Le tesi contro la cooperazione internazionale

Delle 4 tesi di critica della cooperazione internazionale, la 2 e la 3 enfatizzano problemi di discrezionalità nella politica economica.

La tesi 4 ha un corollario dirompente.

Per contribuire al benessere globale, i governi devono risolvere i propri problemi interni (compreso quello della discrezionalità) e mantenere la propria casa in ordine.

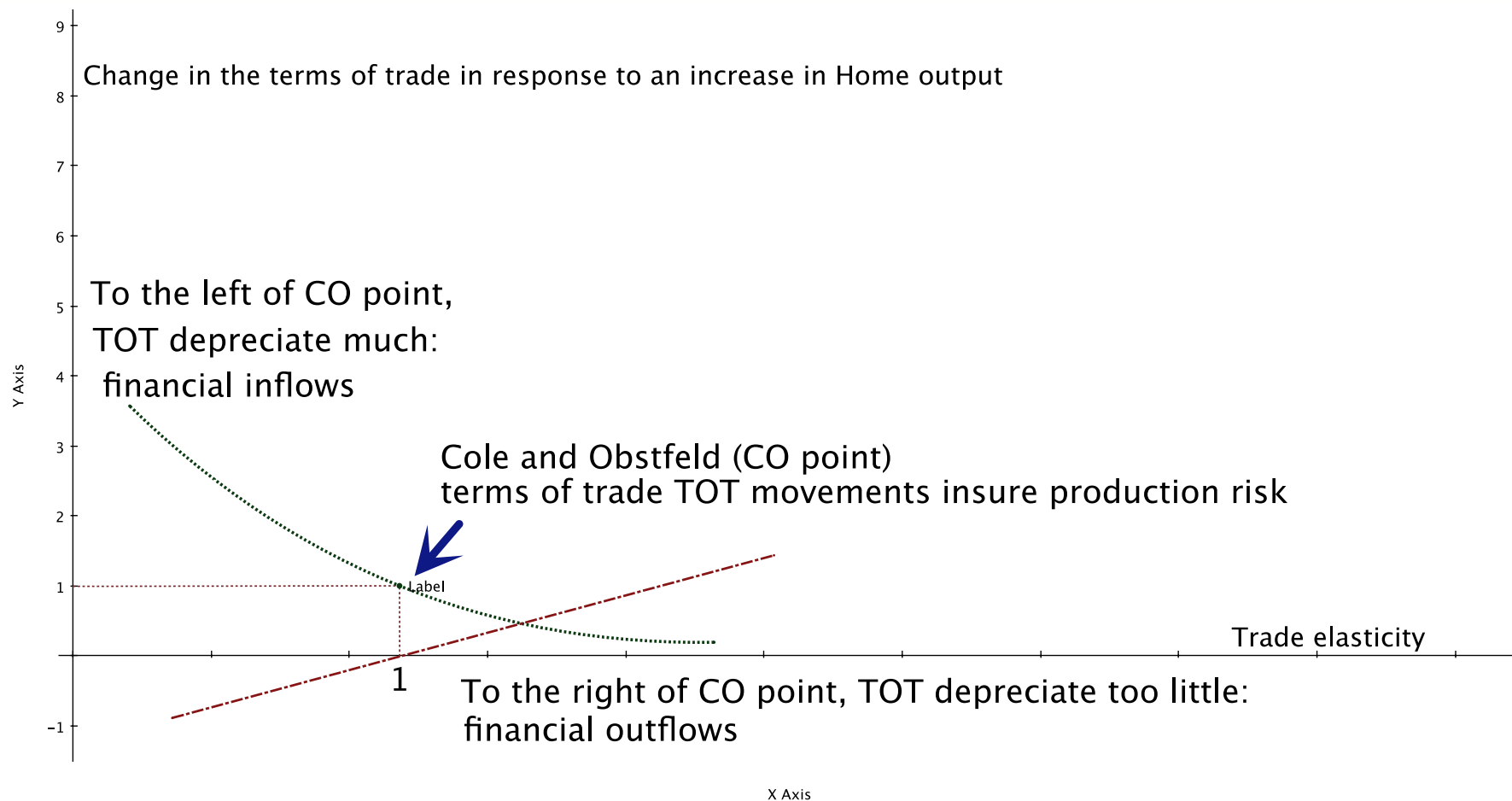
References

- Alan, S. T.F Crossley and H.Low Saving on a Rainy Day and Borrowing for a Rainy Day Institute for Fiscal Studies WP [12/11](#).
- Brunnermeier, Markus K, and Yuliy Sannikov. **International Credit Flows and Pecuniary Externalities**". *American Economic Journal: Macroeconomics* 7.1 (2015): 297-338.
- Corsetti Giancarlo Luca Dedola and Sylvain Leduc 2014 "The International Dimension of Productivity and Demand Shocks in the US Economy", joint with Luca Dedola and Sylvain Leduc, Journal of the European Economic Association February 12(1):153–176
- Corsetti Giancarlo, Luca Dedola and Francesca Viani, "The International Risk-Sharing Puzzle is at Business Cycle and Lower Frequency", Canadian Journal of Economics, May 2012, 448-471.
- Costinot Arnaud and Guido Lorenzoni Ivan Werning A Theory of Capital Controls as Dynamic Terms-of-Trade Manipulation, Journal of Political Economy
- Den Haan Wouter and Pontus Rendahl & Markus Riegler, 2015. [UUUnemployment \(Fears\) and Deflationary Spirals,"](#) Discussion Papers 1521, Centre for Macroeconomics (CFM).
- Devereux Michael B. and Viktoria V. Hnatkovskaz (2014) Borders and Nominal Exchange Rates in Risk-Sharing, mimeo
- [Farhi Emmanuel and Ivan Werning \(2014\) Fiscal Unions](#) mimeo

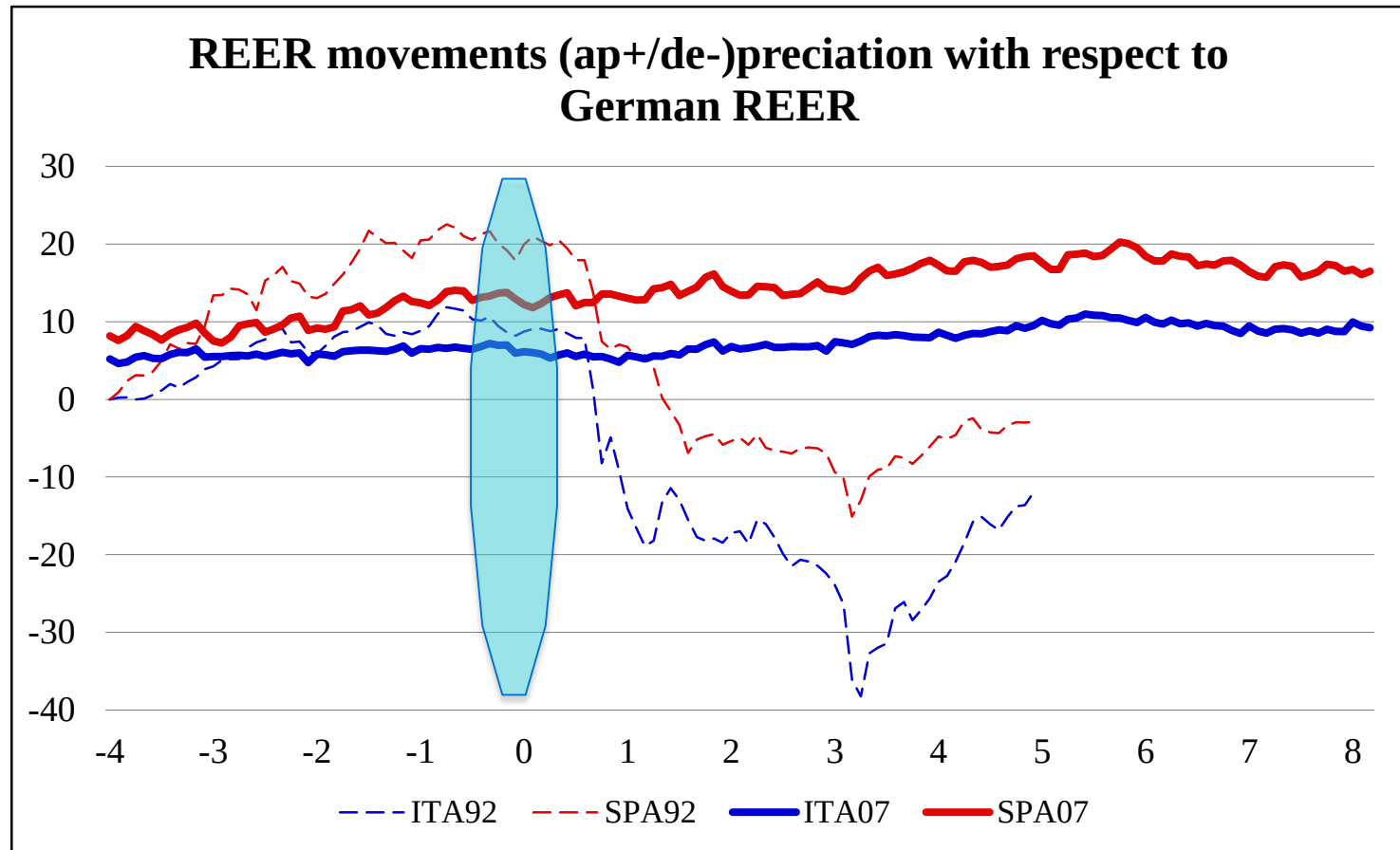
References

- Heathcote Jonathan and Fabrizio Perri On the Desirability of Capital Controls, IMF Economic Review
- Kaplan, Greg, Gianluca Violante, and Justin Weidner. [The Wealthy Hand-To-Mouth](#). *Brookings Papers on Economic Activity* (2014).
- McKinnon, Ronald. 2004. Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II. *Journal of Common Market Studies* 42(4): 689–715.
- Mundell, Robert. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51(4): 657-665.
- Mundell, Robert. 1973a. Uncommon Arguments for Common Currencies. (Madrid Conference on Optimum Currency Areas, 1970.) In *The Economics of Common Currencies: Proceedings*, ed. Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Mundell, Robert. 1973b. A Plan for a European Currency. (Madrid Conference on Optimum Currency Areas, 1970.) In *The Economics of Common Currencies: Proceedings*, ed. Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Obstfeld, Maurice. 1989. "How Integrated Are World Capital Markets? Some New Tests," in Guillermo Calvo, Ronald Findlay, Pentti Kouri, and Jorge Braga de Macedo, eds., *Debt, stabilization and development: Essays in memory of Carlos Diaz-Alejandro*. Oxford: Blackwell, pp. 134-55.
- Obstfeld, Maurice. 1994. "Evaluating Risky Consumption Paths: The Role of Intertemporal Substitutability." *European Economic Review*, August, 38(7), pp. 1471-86.

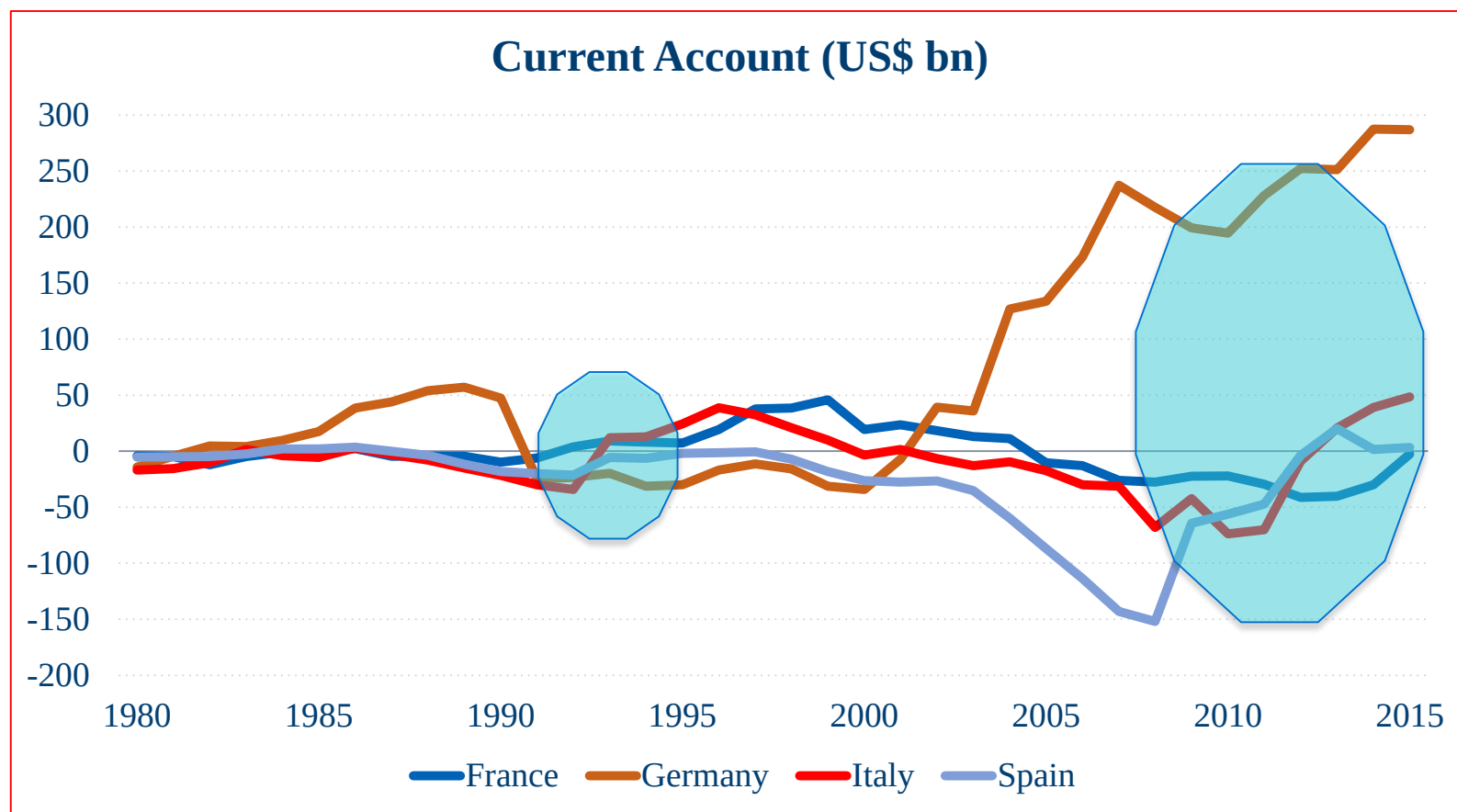
Relative price adjustment and financial flows



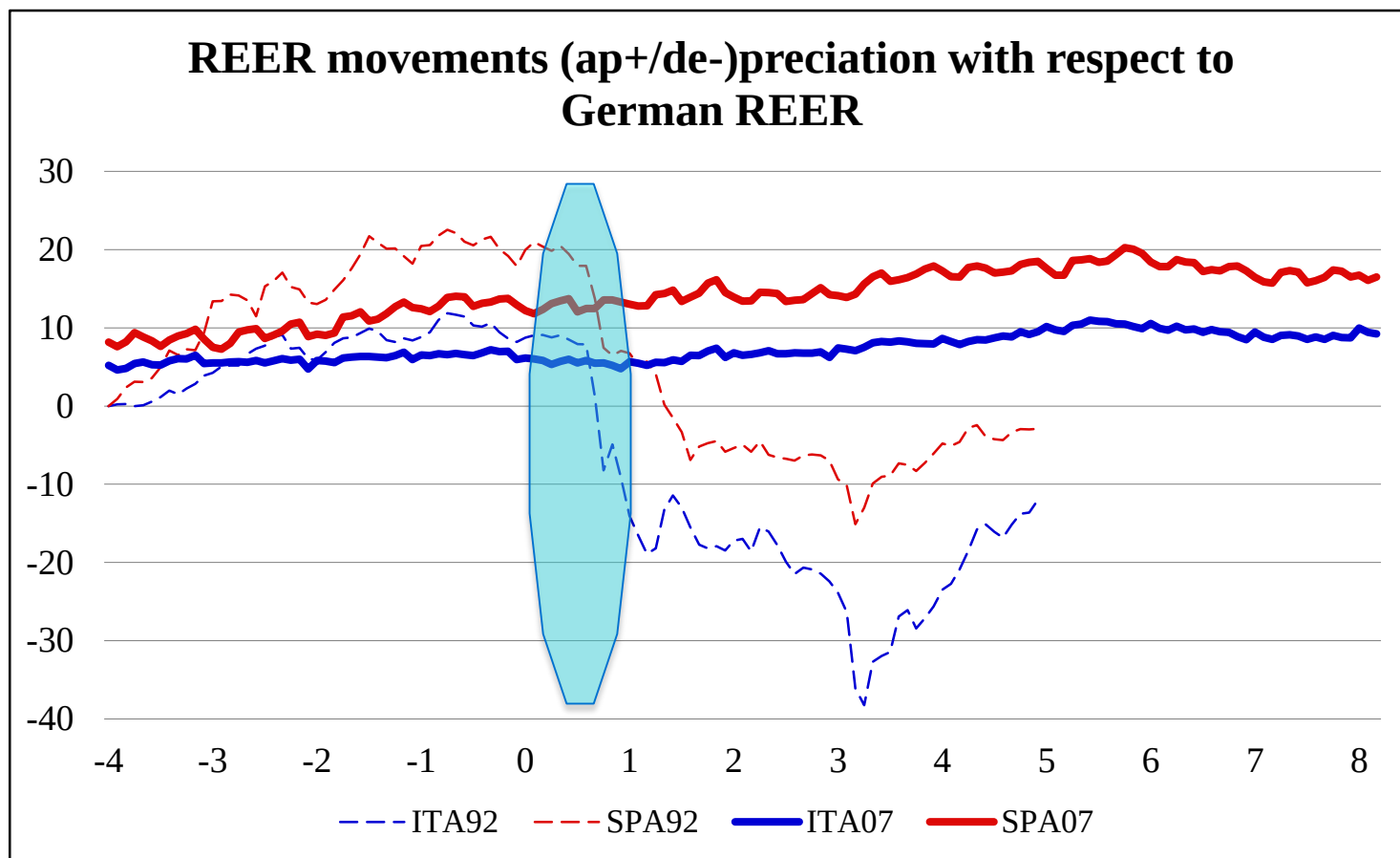
Intra-European imbalances: 1992-93 currency crisis vs. current crisis



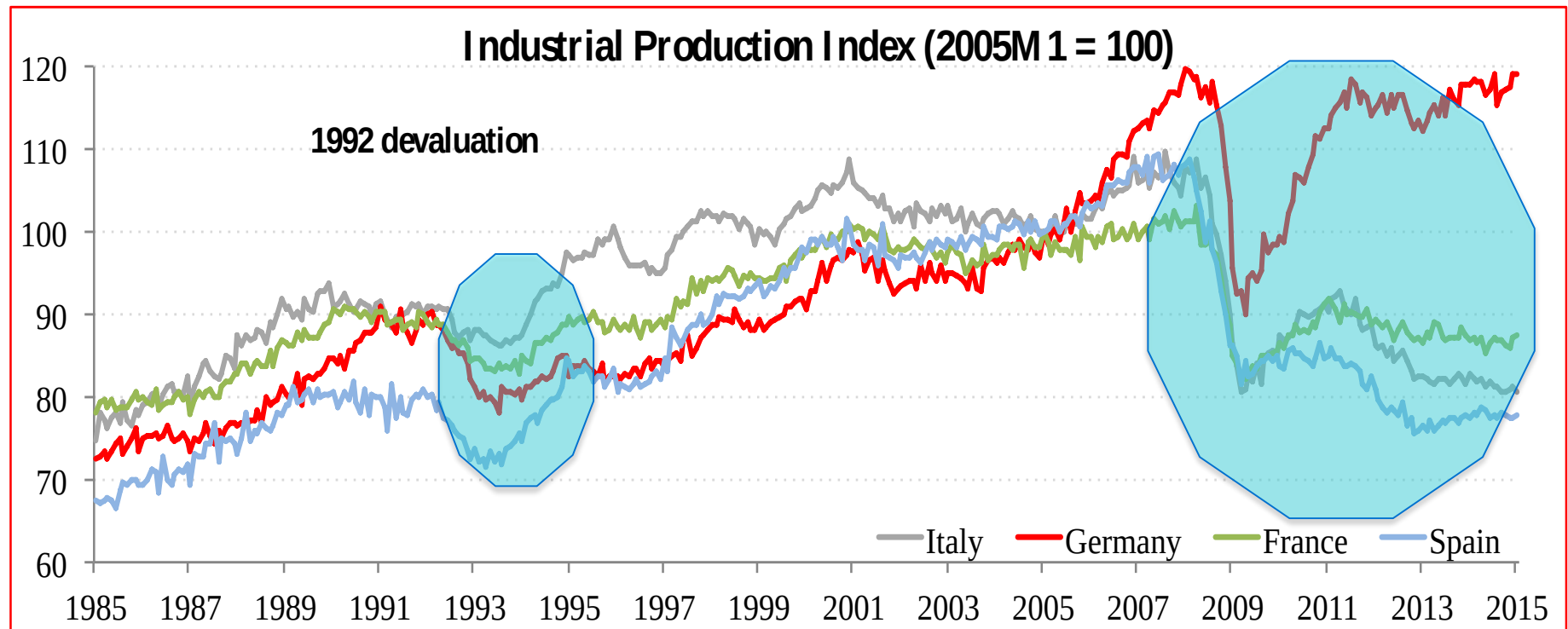
Intra-European imbalances: 1992-93 currency crisis vs. current crisis



Intra-European imbalances: 1992-93 currency crisis vs. current crisis



Intra-European imbalances: 1992-93 currency crisis vs. current crisis



Integrazione finanziaria: vantaggi della moneta unica

Politiche opportunistiche non-cooperative manipolano il cambio (le ragioni di scambio) a prezzo di una stabilizzazione inefficiente del output gap

$$E[(\hat{c}-\hat{y}) - (\hat{c}^*-\hat{y}^*)] = \theta E[(\hat{o}-\hat{y})^2 - (\hat{o}^*-\hat{y}^*)^2]$$

- Con alta diversificazione del rischio, il costo in termini di reddito di queste politiche e' minore..
- Intuizione: piu' i portafogli sono diversificati in valuta, minori sono i costi in termini di reddito di una svalutazione competitiva che aiuta le imprese.

Integrazione finanziaria: vantaggi della moneta unica

Piu' grande e' il ruolo dei mercati finanziari nella diversificazione del rischio, nel modello, ovvero

$$\Theta \gg 1$$

- piu' forte e' la tentazione di misure opportunistiche sul cambio
- piu' grande e' la perdita di benessere in equilibrio, poiche' gli effetti di queste misure si elidono tra loro.
 - In equilibrio, quello che rimane e' una variabilita' inefficiente del output gap.