

L. Randall Wray

*Professore di Economia alla Università del Missouri –
Kansas City e Direttore del Centre for Full
Employment and Price Stability*



Deficit gemelli e sostenibilità

Economia Per I Cittadini.It <https://www.facebook.com/economiapericittadini>

Modern Money Theory : uscita dall'Euro , piena occupazione .



Deficit gemelli e sostenibilità

Nella seconda metà degli anni '80, l'economia statunitense produsse simultaneamente - per la prima volta dal dopoguerra - enormi deficit nel bilancio federale e ampie passività nelle partite correnti, conosciuti come i "deficit gemelli" (Blecker 1992; Rock 1991).

Questo generò molto dibattito e apprensione, per lo più concentrati sui presunti effetti di "spiazzamento" (*Concetto economico che prevede una riduzione della spesa privata come effetto di un aumento della spesa pubblica, N.d.T.*) (Wray 1989). Molti affermarono che il deficit di bilancio stava assorbendo il risparmio privato, lasciando ben poco agli investimenti interni, e che il deficit "gemello" delle partite correnti stava assorbendo il risparmio estero. Ne sarebbero risultati maggiori tassi d'interesse e quindi minore crescita economica, dato che la spesa interna - specialmente per investimenti aziendali e nel settore immobiliare - era appunto depressa. Inoltre, il debito pubblico e quello estero avrebbero gravato sulle future generazioni di Americani, che avrebbero dovuto pagare i soli interessi e alla fine estinguere il debito. La soluzione varata fu quella di promuovere il risparmio interno tagliando la spesa del governo federale e i consumi privati (Rock 1991; Council of Economic Advisers 2006). Molti guardarono all'alto tasso di risparmio privato del Giappone come a un modello di adeguata conduzione di un'economia.

I deficit gemelli sono tornati alla ribalta. Dopo aver ottenuto dei surplus alla fine del boom dell'era Clinton, il bilancio del governo federale si mosse rapidamente verso il deficit, riducendo di circa il 7 per cento il reddito netto disponibile (d'ora in avanti RND). Allo stesso modo, il disavanzo delle partite correnti, che si era ridotto di più della metà durante gli anni di Clinton, esplose. (*Il deficit delle partite correnti è definito come l'eccesso delle importazioni, e di altri pagamenti correnti di una nazione, sulle sue esportazioni e altri ricavi correnti. N.d.T.*) Attualmente è il doppio, in relazione al RND, del livello raggiunto durante il suo picco precedente negli anni '80.

Questa volta, il dibattito raggiunge quasi un livello isterico, con fosche previsioni riguardanti non solo gli intollerabili pesi per i futuri americani, ma persino la possibile bancarotta del governo federale e dell'intera nazione (Altman 2006). Ulteriormente, l'insaziabile appetito degli americani per i risparmi mondiali non solo danneggia il loro stesso benessere, ma deprime anche la crescita nelle nazioni in via di sviluppo. Il Council of Economic Advisers raccomanda che "gli USA dovrebbero aumentare il proprio tasso di risparmio interno" per ridurre il deficit delle partite correnti e la propria dipendenza dai risparmi stranieri (2006, p. 127). C'è ampio accordo sul fatto che entrambi i deficit siano insostenibili.



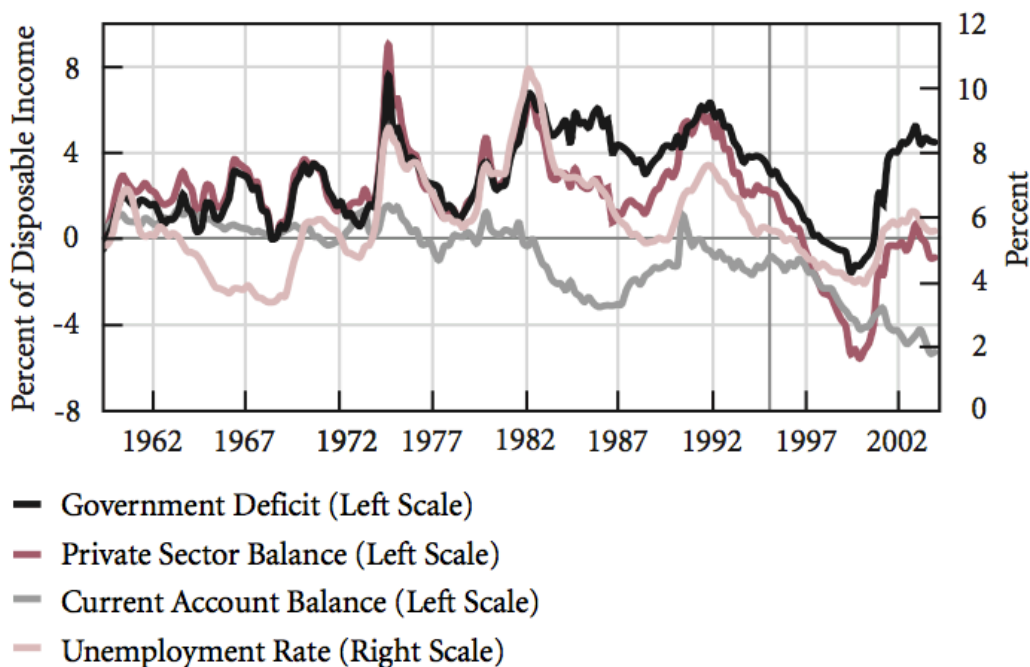
Deficit gemelli e sostenibilità

In questa Policy Note, sostengo che i deficit gemelli sono, in effetti, "insostenibili", ma per ragioni che sono completamente assenti dal pubblico dibattito. Per prima cosa illustrerò brevemente il quadro teorico che è stato adottato per quest'analisi. Poi passerò in rassegna i recenti dati storici, quindi tornerò a esaminare per quale motivo i deficit gemelli sono insostenibili.

Un quadro teorico per l'analisi.

L'immagine fornisce una rappresentazione grafica di dati empirici, inclusi i saldi complessivi del governo e delle partite correnti, entrambi rappresentati come variabili percentuali in relazione al RND. E' importante notare che il segno del saldo governativo è invertito (un deficit è positivo) - per ragioni che saranno chiarite a brevissimo. Ci sono altre due variabili rappresentate: il saldo del settore privato e il tasso di disoccupazione.

The Three Balances and the Unemployment Rate



Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics and Bureau of Economic Analysis



Deficit gemelli e sostenibilità

Per molti anni, il Levy Institute ha utilizzato l'approccio a "tre saldi" sviluppato dal Wynne Godley (1996, 1999) per fornire una maggiore comprensione delle relazioni tra i tre settori dell'economia: privato, governativo ed estero. Un lavoro precedente ha rigorosamente dimostrato che i saldi sono inesorabilmente collegati attraverso un'identità, e, ancora più importante, che l'analisi dei saldi può fornire informazioni di causa ed effetto. Non ne ripeterò una dettagliata argomentazione qui, ma descriverò brevemente quest'analisi prima di ritornare ai deficit gemelli.

Se uno dei tre settori spende più delle sue entrate, almeno uno degli altri settori deve spendere meno delle sue entrate, poiché, considerando l'economia nella sua interezza, la spesa totale deve equivalere al totale dei ricavi o del reddito. Mentre non c'è ragione per cui un qualsiasi settore debba perseguire il pareggio di bilancio, il sistema nel totale lo deve fare. Nei libri di testo basilari, questo è riassunto, come "iniezione uguale perdita" a livello aggregato. Nella realtà, il settore privato tradizionalmente ottiene dei surplus - spendendo meno delle sue entrate. Questo è il modo in cui accumula ricchezza finanziaria netta.

Per gli USA, il settore privato ha ottenuto un surplus medio di circa il 2 o 3 per cento del RND, ma questo varia considerevolmente a seconda della congiuntura economica, raggiungendo picchi oltre il 9 per cento e scendendo sotto lo zero in anni recenti (si osservi la figura). Il risparmio del settore privato (o surplus) è una perdita cui deve corrispondere un'iniezione. Prima di Reagan, gli USA avevano sostanzialmente un settore estero in pareggio; il saldo della bilancia dei pagamenti oscillava tra piccoli deficit e piccoli avanzi. Nel corso dei mandati di Reagan e di Bush, il deficit delle partite correnti è cresciuto fino al 3.2 per cento del RND, ed è diminuito a meno del 2 per cento alla fine degli anni '90, prima di crescere fino a più del 6 per cento del PIL ai giorni nostri. Questa è un'altra perdita che drena la domanda interna.

Negli USA, il settore governativo, preso nel suo complesso, quasi sempre produce un deficit di bilancio, andando ben oltre il 5 per cento del RND sotto Reagan ed entrambi i Bush. Per gli USA quindi, il deficit del bilancio governativo è stato l'iniezione che ha compensato le perdite (i surplus) medie del settore privato e quelle occasionali del settore estero. Con un surplus del settore privato tradizionalmente dal 2 al 3 per cento del RND e un saldo delle partite correnti quasi bilanciato, il deficit di bilancio di norma doveva essere di circa il 2-3 per cento del RND durante i



Deficit gemelli e sostenibilità

primi anni di Reagan. Prima della crescita dell'era Clinton, il settore privato non aveva mai prodotto un deficit. Comunque, a partire dal 1996, il settore privato è stato in passivo ogni anno eccetto uno (durante il cuore dell'ultima recessione), e quel deficit è salito a più del 5 per cento del RND durante l'apice del boom. Un deficit del settore privato agisce come un'iniezione, aumentando la domanda interna e incoraggiando la produzione.

Quando la produzione e l'occupazione aumentano, le entrate fiscali aumentano più velocemente di quanto faccia la spesa governativa, riducendo il deficit di bilancio. Questa catena di eventi ha, in effetti, portato il bilancio federale in attivo - del 2,5 per cento del PIL - durante il picco del boom durante l'era Clinton. Allo stesso tempo, la crescita economica causò un aumento delle importazioni più veloce di quello delle esportazioni, generando un deficit nelle partite correnti. Quasi tutti gli economisti e i policy maker pensarono che l'attivo di bilancio di Clinton fosse un grande successo e fecero proiezioni sul suo perdurare per i successivi 15 anni o più. Ad ogni modo, i più non compresero mai che, per definizione, consistenti attivi del bilancio federale implicavano che il settore privato dovesse spendere più delle sue entrate su una scala fino ad allora sconosciuta, fintanto che il deficit delle partite correnti rimaneva costante. Quindi, più che accumulare ricchezza finanziaria, il settore privato stava piuttosto indebitandosi (Wray 1999).

Il surplus di bilancio ebbe vita breve, poiché portò l'economia in recessione, causando un crollo delle entrate fiscali al di sotto della spesa governativa, data la perdita di posti di lavoro e il freno alla crescita dei redditi.

Come menzionato, il deficit commerciale rappresenta una perdita di domanda per l'economia USA a favore della produzione estera. Non c'è nulla di male in questo, finché abbiamo un'altra fonte di domanda per la produzione USA, come lo è un bilancio federale che sia propenso a incorrere in un deficit equivalente che compensi tale passività. Il risparmio netto del settore privato (che si trova in attivo) è anch'esso una perdita. Se aggiungiamo l'attuale deficit delle partite correnti (circa il 6 per cento del RND) al normale attivo del settore privato, ossia dal 2 al 3 per cento del RND, questo ci da una perdita totale "normale", dalla domanda aggregata, dell'8 o 9 per cento del RND. Questa perdita dovrebbe essere coperta da un'iniezione dal settore governativo; il solo modo di sostenere una perdita così ampia è che per tutti i livelli governativi considerati assieme si ottenga un deficit di quella taglia. Poiché alle istituzioni locali è richiesto, per costituzione e dai mercati, di pareggiare



Deficit gemelli e sostenibilità

il proprio bilancio, e, di media, in realtà producono attivi, sta al governo federale andare in deficit per il livello necessario.

Il deficit del bilancio federale è per lo più vincolato nell'arco del ciclo economico; e almeno nel breve periodo, possiamo considerare il settore estero come anch'esso, per la sua maggior parte, fuori dal mandato della politica - con le importazioni in funzione della domanda domestica, ma le esportazioni dipendenti dalla domanda del resto del mondo. Un motore del ciclo economico è, quindi, la perdita del settore privato. (Comunque, questo non deve essere interpretato come un sostegno alla visione che vuole le perdite "causare" o "finanziare" le iniezioni, considerandole all'inverso.) Quando il settore privato ha un forte desiderio di risparmiare, prova a ridurre la sua spesa al di sotto dei suoi redditi. Le aziende nazionali tagliano la produzione, e anche le importazioni potrebbero diminuire. I cicli economici calano nella recessione in quanto la domanda crolla e la disoccupazione aumenta. Le entrate fiscali crollano e alcuni tipi di spesa sociale (come il sussidio di disoccupazione) aumentano. Il deficit di bilancio aumenta più o meno automaticamente. D'altro canto, quando il settore privato ha un'alta propensione a spendere, così come l'ha avuta per quasi un decennio a un livello mai toccato, può accumulare debito, portando il saldo delle partite correnti in deficit e riducendo (o anche annullando) il deficit di bilancio federale.

I deficit gemelli in prospettiva storica.

Da questa prospettiva, l'esperienza degli anni '80 non è troppo difficile da spiegare. Quando l'economia cominciò a riprendersi dalla recessione di Reagan dei primi anni '80, il saldo del settore privato crollò da un surplus molto alto - sopra il 6.3 per cento del RND - a solo l'1 per cento entro il 1989. La disoccupazione si ridusse gradualmente da quasi l'11 per cento ad un avvallamento sotto il 5.5 per cento con la fine degli anni '80. Anche il passivo di bilancio si ridusse, sebbene con un ritardo, al 3 per cento del RND, in quanto la crescita dei redditi aumentò gli introiti fiscali. La domanda accresciuta dal settore privato non fu completamente compensata dall'aggiustamento del saldo governativo; il resto "fuggì" verso il settore estero, come vediamo dallo spostamento del saldo delle partite correnti da un pareggio ad un deficit superiore il 3 per cento del RND. Per la fine degli anni '80, la spesa del settore privato fallì nel tenere il passo con il reddito, raggiungendo, dato che riapparve un ampio e crescente surplus (risparmio), nuovamente quasi il 6 per cento del RND all'inizio del 1992. La recessione risultante riportò il passivo di bilancio sopra il 6 per cento



Deficit gemelli e sostenibilità

mentre la disoccupazione aumentava ed una minore domanda per prodotti esteri chiudeva il deficit delle partite correnti.

Ricordo, dalla parte iniziale di questo articolo, che il dibattito durante gli anni '80 si concentrò sulla necessità di ridurre il deficit di bilancio ed aumentare il risparmio privato al fine di aumentare l'offerta di fondi creditizi per gli investimenti e di incoraggiare la crescita economica. In realtà, poiché il settore privato ridusse la spesa e accrebbe il suo surplus, l'economia stagnò. Piuttosto che generare migliori performance economiche, il maggiore livello di risparmio nel settore privato fu associato da un maggiore deficit governativo, una maggiore disoccupazione (che si avvicinava all'8 per cento), una recessione e un minore deficit delle partite correnti.

Ad ogni modo, dopo una lunga ma debole ripresa nei primi anni '90 - associata a continui, ma in riduzione, surplus del settore privato - l'economia infine cominciò a crescere ad un tasso robusto alla metà del decennio. Per la fine del 1995, il saldo del settore privato era tornato ad un più normale surplus del 2 per cento del RND; anche una più veloce crescita ridusse il deficit di bilancio - fino a circa il 3.5 per cento - mentre il deficit estero (delle partite correnti) crebbe all' 1.5 per cento. Per il resto degli anni '90, come discusso sopra, il surplus del settore privato continuò a deteriorarsi e divenne negativo nel 1997. La disoccupazione crollò al suo livello più basso dagli anni '60. Una forte crescita economica portò il bilancio governativo generale ai suoi storici grandi surplus, e le partite correnti a deficit da record. E' importante ricordare che in quel momento il surplus di bilancio era stimato continuare per almeno 15 anni, e che si supponeva che una riduzione del debito del governo federale avrebbe accresciuto la ricchezza netta della nazione. Nei fatti, la somma dei deficit delle partite correnti e del surplus governativo equivaleva al deficit del settore privato; date le partite correnti, ogni dollaro addizionale di surplus del governo, per identità, significava un altro dollaro di deficit del settore privato. A tutti gli effetti, la diminuzione del debito del governo federale equivale a una riduzione netta della ricchezza del settore privato. La fuga di reddito e ricchezza del settore privato verso i surplus di bilancio ed i deficit delle partite correnti ha infine contribuito alle forze recessive che portarono il boom ad una conclusione nel 2000.

La recessione sotto George W. Bush vide un brusco capovolgimento dei saldi del settore privato e



Deficit gemelli e sostenibilità

governativo. L'attivo del governo si è trasformato in un deficit di più del 5 percento del RND, un'oscillazione del 6.7 percento del RND - la più grande inversione dalla recessione del 1974-75. Allo stesso modo, il saldo del settore privato si mosse da ca. il 6 percento del RND, verso un piccolo attivo. Sebbene ci fu inizialmente una piccola riduzione del deficit delle partite correnti, la ripresa ribaltò velocemente la tendenza verso il ribasso. Infine, il tasso di disoccupazione che crebbe velocemente durante la recessione, ebbe solo una molto lenta riduzione durante la ripresa - ad un ritmo che è anche più lento di quello sperimentato nella ripresa "senza lavoro" degli anni '90.

Notiamo nella figura quanto accuratamente il tasso di disoccupazione tracci le tendenze del saldo del settore privato - aumentando quando i risparmi aumentano e riducendosi quando i risparmi diminuiscono. Il periodo dopo il 1995, alla destra della linea verticale evidenziata, risalta perché l'attivo del settore privato diminuì molto più velocemente di quanto facesse il tasso di disoccupazione. Questa caduta più rapida nel saldo del settore privato è un risultato del saldo della bilancia dei pagamenti che si comporta diversamente dopo il 1995: mentre il deficit delle partite correnti si apriva, l'iniezione di domanda creata da un minore saldo del settore privato fu dissipata attraverso le importazioni. Una maggiore crescita della spesa del settore privato, in relazione al reddito, era quindi richiesta per abbassare il tasso di disoccupazione. La spinta richiesta dipende dalla linea fiscale del governo. Se il bilancio è orientato a produrre surplus quando la crescita è robusta - come nel caso dei tardi anni '90 - allora maggiori deficit del settore privato sono necessari per alimentare la crescita.

Data l'ampiezza raggiunta dalla perdita esterna, anche agli attuali moderati tassi di crescita, il settore privato non può raggiungere il pareggio tra le entrate e la spesa a meno che il deficit di bilancio non sia superiore al 6 percento del RND. Il problema è che appare improbabile che ci sia abbastanza volontà politica da permettere deliberatamente al deficit di bilancio di salire, diciamo, all'8 percento o al 9 percento del RND, dovesse il settore privato decidere infine di ritornare verso un normale surplus di bilancio del 2/3 percento del RND. Piuttosto, l'aggiustamento dovrebbe quasi certamente venire attraverso tassi di crescita che siano lenti abbastanza da permettere una qualche combinazione di ridotti deficit delle partite correnti e del bilancio ben oltre quello che si pensa sia desiderabile.



La Sostenibilità dei Deficit Gemelli.

Questo ci riporta al problema della sostenibilità. Guardiamo prima alla sostenibilità del deficit fiscale. Ricordiamo che uno dei principali argomenti a proposito dei deficit gemelli degli anni '80 si sviluppava attorno al supposto effetto "spiazzamento". Mentre il mainstream riconosce che i tassi di interesse sono ancora bassi - anche dopo gli sforzi concertati dalla FED per alzarli - gli economisti mainstream ancora rifiutano la possibilità che i deficit di bilancio, in un contesto di bassi risparmi del settore privato, possano spingere verso l'alto i tassi d'interesse. "Mark Zandi, un economista del sito di analisti Economy.com, ha detto che i bassi livelli di risparmio potrebbero diventare un problema solo se i tassi di interesse continuassero a salire" (Thorton 2006). Un insufficiente risparmio interno forzerebbe quindi gli USA a rivolgersi ai risparmiatori esteri - ma questi si sono già prosciugati, prestando credito a finanziare il deficit delle partite correnti. Quindi, gli investimenti esiteranno, e la crescita nel lungo periodo sarà difficoltosa.

Secondo il senso comune, se i tassi di risparmio interno non possono essere migliorati, allora il deficit di bilancio deve essere ridotto. Infatti, nella sua ultima previsione, la Casa Bianca afferma che il deficit di bilancio è sulla buona strada per ridursi al 2.6 per cento del PIL per il 2007, e a meno dell'1 per cento del PIL per la fine del decennio (Daniel and Ball 2006). Le entrate dalle tasse federali sono cresciute del 15 per cento nell'anno fiscale 2005, e ci si aspetta che salga di un altro 7.3 per cento nel 2006 - ovviamente questo è molto in eccesso sulla crescita del reddito del settore privato (Financial Times 2006). Se questa stretta può continuare, il senso comune sostiene che essa ridurrà l'assorbimento del risparmio del settore privato (sia interno che estero) e quindi lascerà maggiori risparmi per l'investimento privato. Allo stesso tempo, la stretta avrà un qualche impatto sui previsti trilioni di dollari del deficit fiscale - che viene tacciato di pesare sulle future generazioni e persino di minacciare la solvibilità del governo USA.

Questa analisi mainstream fallisce nel comprendere le connessioni fra i settori. Restringere la politica fiscale non sostituirà il risparmio del settore privato, ma piuttosto lo ridurrà (a parità dei rimanenti fattori). La prolungata crescita del gettito fiscale oltre il tasso di crescita del settore privato è probabile che ridurrà il reddito netto e abbasserà il tasso di crescita della ricchezza del



Deficit gemelli e sostenibilità

settore privato. E' improbabile che questo clima incoraggi gli investimenti o la crescita di lungo periodo degli USA. Invero, c'è già prova che la crescita USA sia intralciata dalla politica fiscale restrittiva. Il PIL è cresciuto di solo l'1.1 per cento nel quarto trimestre del 2005; il reddito disponibile è cresciuto solo dell'1.4 per cento nel 2005 (Bajaj 2006). Sembra che la bolla immobiliare possa finalmente scoppiare, perché le vendite di nuove case sono precipitate del 10.5 per cento in Febbraio (Reuters 2006). Come argomentato, ogni inversione del saldo del settore privato verso un attivo "normale" del 2 o 3 per cento del RND avrebbe un effetto devastante sulla domanda interna e sull'occupazione. Nell'attuale ambiente sovraccaricato politicamente (con sia i Repubblicani che i Democratici impegnati a gareggiare nel ridurre il deficit di bilancio), probabilmente i policymaker sarebbero restii ad allentare la posizione fiscale verso un deficit di bilancio che permettesse, senza un sostanziale rallentamento (o annullamento) della crescita, un surplus del settore privato. In passato, un'oscillazione del saldo del settore privato, diciamo, del 5 per cento del RND è stato associato con una crescita del tasso di disoccupazione del 3 per cento o maggiore.

E' probabile che lo sbilanciamento commerciale sia "insostenibile" - ma non per le ragioni solitamente sostenute (solvibilità degli USA; domanda estera di dollari). Piuttosto, poiché la crescita economica richiede attualmente che i consumatori USA continuino ad andare in deficit e ad accumulare debito, la crescita probabilmente verrà a cessare quando i consumatori taglieranno la spesa. Questo ridurrà le importazioni, anche se di un ammontare non conosciuto. Similmente, il deficit di bilancio degli USA è altrettanto "insostenibile" - nel senso che cambierà sicuramente - ma di nuovo, non per le solite ragioni. Il deficit di bilancio aumenterà se il settore privato USA ridurrà la sua spesa netta; diminuirà se il ritmo della spesa privata aumenterà. E' sbagliato parlare del governo federale degli USA, o della nazione nel suo complesso, che deve far fronte a limiti finanziari in un regime di valuta sovrana e a cambio flessibile. La prossima recessione USA - e rallentamento globale - non saranno dovuti all'insolvenza degli Stati Uniti, ma piuttosto risulteranno da un rallentamento del tasso di crescita di spesa da parte dei consumatori USA.

Mentre i rapporti d'indebitamento delle famiglie, così come i rapporti di copertura del debito, sono stati tesi verso l'alto, una fine all'attuale lenta espansione non è probabile che sia innescata da un'improvvisa ondata di fallimenti e bancarotte. Invece, si verificherà quando le famiglie



Deficit gemelli e sostenibilità

debitrici e i creditori del sistema bancario decideranno che è ora di risparmiare - o rallentare la crescita dei debiti concessi da e per il settore privato. Plausibilmente questo rallentamento potrebbe causare una slavina di fallimenti. La domanda è quindi se i policy maker reagiranno a una decelerazione abbastanza velocemente da prevenire una maggiore e prolungata recessione, o, peggio, una deflazione da debito del tipo di quelle temute da Hyman Minsky.

Riferimenti bibliografici:

- Altman, Daniel. 2006. "A Stickier Trade Gap." *New York Times*, March 26.
- Bajaj, Vikas. 2006. "Economy Grows at Slowest Pace in 3 Years." *New York Times*, January 27.
- Blecker, Robert A. 1992. *Beyond the Twin Deficits: A Trade Strategy for the 1990s*. Armonk, New York: M. E. Sharpe.
- Council of Economic Advisers. 2006. *Economic Report of the President*. www.whitehouse.gov/cea/pubs.html
- Daniel, Caroline, and Andrew Balls. 2006. "Bush Seeks \$65 Billion Cut in Federal Spending." *Financial Times*, February 7.
- *Financial Times*. 2006. "Budget Set to Highlight the Heavy Strain on US Public Finances." February 6.
- Godley, Wynne. 1996. "Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach." Working Paper No. 167. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute.
- Godley, Wynne. 1999. *Seven Unsustainable Processes: Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World*. Strategic Analysis. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute.
- Reuters. 2006. "Biggest Drop in 9 Years for New Home Sales." *New York Times*, March 25.
- Rock, James M., ed. 1991. *Debt and the Twin Deficits Debate*. Mountain View, California: Mayfield Publishing.
- The Levy Economics Institute of Bard College 5
- Thornton, Philip. 2006. "US Saving Rate Sinks to Lowest since Great Depression." *The Independent*, January 31.



Deficit gemelli e sostenibilità

- Wray, L. Randall. 1989. "A Keynesian Presentation of the Relations among Government Deficits, Investment, Saving, and Growth." *Journal of Economic Issues* 23:4: 977–1002.
- ———. 1999. "Surplus Mania: A Reality Check." Policy Note 1999/3. Annandale-on-Hudson, New York: The Levy Economics Institute.

Fonte:

http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_3_06.pdf