

## L'economia statunitense: debolezze della "forte" ripresa

WYNNE GODLEY e ALEX IZURIETA\*

### 1. Una struttura concettuale

L'analisi macroeconomica risulta facilitata se le principali variabili di reddito e spesa che costituiscono il Pil vengono espresse in una tabella a doppia entrata, in modo che possano essere viste come transazioni che coinvolgono almeno due controparti. Una struttura siffatta mostra come al divario tra entrate e spese di ogni settore corrispondano un aumento o una diminuzione equivalenti nella sua acquisizione netta di attività finanziarie. Una conclusione dell'articolo, pertanto, sarà che i saldi finanziari (in relazione ai flussi di reddito) devono rimanere entro determinati limiti, se non si vuole che i debiti crescano in misura eccessiva, e ciò fa sì che il monitoraggio di tali saldi sia in grado di fornire avvisaglie dell'attivazione di processi insostenibili. Inoltre, il fatto che l'acquisizione netta di attività finanziarie da parte di un settore implica necessariamente una variazione equivalente di segno opposto nella somma delle acquisizioni nette degli altri settori ha conseguenze rilevanti per il modo in cui andrebbero valutati gli obiettivi di indebitamento pubblico.

In tale matrice l'identità del reddito nazionale viene presentata, leggendo dall'alto verso il basso la colonna 2, come il conto degli impieghi di un ipotetico settore della produzione. Essa ci dice che il prodotto interno lordo ( $Y$ ) è pari alla spesa privata ( $PX$ ), più le esportazioni ( $X$ ), più la spesa pubblica ( $G$ ), meno le importazioni ( $IM$ ). Ciascuna voce nell'identità del Pil ha una controparte di segno opposto in qualche altra colonna. Le tasse al netto dei trasferimenti ( $T$ ) vengono raccolte o versate da parte dello stato, mentre il reddito da capitale netto, le tasse e i trasferimenti ( $TF$  e  $TP$ ) sono versati rispettivamente dai settori estero e privato.

---

\* University of Cambridge, CERF – Cambridge Endowment for Research in Finance

La riga 7 mostra che l'indebitamento pubblico (*PSNB*) è pari all'acquisizione netta di attività finanziarie da parte dei privati (*NAFA*, ovvero la differenza tra risparmi e investimenti privati) meno l'avanzo, o più il disavanzo, della bilancia dei pagamenti (*BP*).

Tabella 1 – *Una matrice di transazioni semplificata*

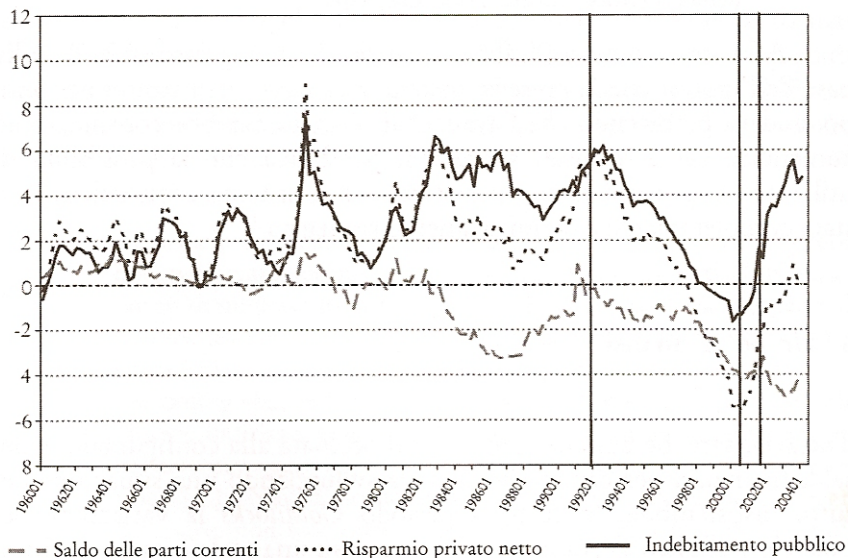
	Reddito /Spesa	Produzione	Stato	Settore estero	Totale
1. Spesa privata	- PX	+ PX			0
2. Esportazioni		+ X		- X	0
3. Spesa pubblica		+ G	- G		0
4. Importazioni		- IM		+ IM	0
5. Pil	+ Y	- Y			0
6. Tasse	- TP		+ T	- TF	0
7. Saldi finanziari	+ NAFA	0	- PSNB	- BP	0

## 2. Un po' di storia

La figura 1 illustra la storia dei tre saldi finanziari negli Stati Uniti tra il 1960 e il primo trimestre del 2004, tutti espressi in percentuale del Pil. Il saldo privato e la bilancia dei pagamenti sono entrambi espressi come surplus, mentre il bilancio pubblico è ottenuto come deficit; tali segni sono stati scelti in modo che il saldo privato possa essere visto chiaramente come somma degli altri due. Il bilancio pubblico è stato quasi sempre in disavanzo, oscillando ciclicamente intorno al 2-3% del Pil. Il saldo privato è stato per lo più positivo, e pari mediamente al 2% del Pil. La parte corrente della bilancia dei pagamenti è rimasta prossima allo zero fino ai primi anni Ottanta, ma da allora ha mostrato una tendenza a diminuire.

In primo luogo, è di particolare interesse l'intervallo 1992-2000, contrassegnato dalle prime due linee verticali. Verso la fine di tale periodo, il dibattito pubblico statunitense si caratterizzò per un'ondata di autocompiacimento. Si era appena assistito al più lungo periodo di crescita ininterrotta mai registrato prima: vi era una *New Economy* battezzata

Figura 1 - Saldi dei principali settori dell'economia statunitense



*Goldilocks* (non troppo caldo né troppo freddo): i bei tempi erano arrivati e sarebbero durati; Alan Blinder paragonò l'economia statunitense all'*Old Man River* che scorre perenne, mentre Edmund Phelps dichiarò che la crescita era ormai divenuta strutturale e così via. Vi era stato un costante miglioramento nel bilancio della pubblica amministrazione che, in via eccezionale, raggiunse una situazione di avanzo. Alcuni attribuiscono, almeno in parte, l'ottimo andamento del sistema economico a tale avanzo, poiché esso aveva consentito ai tassi d'interesse di scendere, stimolando quindi gli investimenti. In proposito si veda ad esempio Greenspan (2000):

«[...] aumentando sensibilmente il risparmio nazionale, tali avanzi di bilancio hanno mantenuto i tassi d'interesse reali a livelli più bassi di quanto si sarebbe avuto altrimenti. Questo sviluppo ha contribuito a stimolare il boom degli investimenti che negli ultimi anni ha contribuito in larga misura al rafforzamento della produttività e della crescita economica statunitensi».

Allo stesso tempo l'Ufficio bilancio del Congresso (CBO), sulla base dell'ipotesi che la crescita sostenuta si sarebbe protratta nel tempo, andava predicendo che l'avanzo di bilancio avrebbe continuato ad aumentare nei dieci anni successivi. Sembrava che la possibilità di utilizzare la politica fiscale per stimolare il sistema economico fosse stata completamente e definitivamente rinnegata.<sup>1</sup>

### 3. Un po' di analisi

Tuttavia, sarebbe bastato dare solo un'occhiata alla configurazione dei saldi finanziari per capire che si stava sviluppando una situazione del tutto insostenibile. In tutto il periodo *Goldilocks* la variazione del bilancio pubblico aveva costantemente, e su una scala crescente, ritirato potere d'acquisto dal sistema economico; nel bilancio pubblico si era registrato un "miglioramento" record pari a circa l'8% del Pil, sicché alla fine del periodo il bilancio era in ampio attivo. Anche la domanda di esportazioni nette contribuiva negativamente alla domanda aggregata. Durante gli stessi otto anni il saldo delle partite correnti si era deteriorato di circa il 4%, e si era aperto un disavanzo senza precedenti, che causò una posizione nelle attività nette sull'estero negativa e pari a circa il 16% del Pil. Anche solo attraverso l'utilizzo del sistema di identità riportato nella matrice precedente, pertanto, si sarebbe potuto comprendere che il motore dell'economia era consistito interamente in uno spettacolare aumento della spesa privata rispetto al reddito disponibile, che aveva provocato una caduta del saldo privato pari al 12% del Pil, portandolo in un territorio negativo inesplorato. Inoltre era facile verificare che il disavanzo del settore privato era stato esso stesso alimentato da una prolungata ondata di indebitamenti, che a sua volta si era tradotta in livelli record di indebitamento per famiglie e imprese in relazione al reddito.

---

<sup>1</sup> Si veda ad esempio CBO (2001, p. 18): ci si attendeva che l'"indebitamento netto" del governo federale sarebbe divenuto positivo nel 2009.

È stata questa struttura di saldi finanziari a indurci a sottolineare, in una serie di articoli pubblicati a partire dal 1999,<sup>2</sup> che l'aumento della spesa privata superiore a quello del reddito non avrebbe potuto continuare in eterno e che alla fine il saldo finanziario sarebbe tornato verso il suo livello medio di lungo periodo. Quando ciò fosse accaduto l'orientamento della politica fiscale avrebbe dovuto mutare, al fine di evitare una severa recessione; inoltre, anche la domanda di esportazioni nette avrebbe dovuto essere stimolata. A metà del 1999, nell'articolo "Seven unsustainable processes", scrivevamo:

«la principale conclusione del lavoro è che se, come sembra probabile, nel primo decennio del nuovo millennio gli Stati Uniti entreranno in un periodo di ristagno, diverrà necessario sia alleggerire la politica fiscale sia aumentare le esportazioni relativamente alle importazioni [...]. [Il presente] articolo non argomenta in favore di un *fine tuning* nella politica fiscale; la tesi fondamentale è piuttosto che l'intero indirizzo di politica fiscale è errato e che esso è troppo restrittivo per essere coerente con la piena occupazione nel lungo periodo [...]. [N]el corso dei prossimi cinque o dieci anni si renderà necessario non solo operare un notevole alleggerimento della politica fiscale, ma anche assicurare, in un modo o nell'altro, un miglioramento strutturale della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti».

Tutto ciò inizia ad apparire ovvio ma, strano a dirsi, occorreva coraggio per scrivere quelle parole, dal momento che contrastavano fortemente con l'opinione consolidata del tempo.

Nel corso del 2001 divenne progressivamente chiaro che la festa stava terminando, poiché il disavanzo privato aveva finalmente mutato segno e la spesa era crollata in relazione al reddito. Nell'articolo "The developing recession in the United States", pubblicato dalla *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* sul finire di quell'anno, presentavamo un grafico (a p. 421) che riportava l'andamento del disavanzo privato fino al terzo trimestre del 2001, qui evidenziato dalla terza linea verticale inserita nel grafico precedente. Nel testo veniva presentato ulteriore materiale per mostrare che l'orientamento della politica fiscale era ancora insostenibilmente restrittivo e si sosteneva (pp. 422-23) che in assenza di un enorme, ulteriore cambiamen-

---

<sup>2</sup> Si vedano Godley (1999a, 1999b, 2000, 2001a, 2001b, 2002a, 2003), Godley e Izurieta (2001a, 2001b, 2002a, 2002b, 2003), Godley e Martin (1999), Godley e Wray (1999), Godley e MacCarthy (1998), Izurieta (2003a e 2003b).

to nella politica fiscale gli Stati Uniti avrebbero di lì a poco sperimentato una severa recessione. D'altro canto, scrivevamo,

«appare verosimile che se la domanda interna statunitense venisse accresciuta in misura tale da ripristinare una crescita del Pil sufficiente a eguagliare la crescita del potenziale produttivo [...], si aprirebbe una situazione di bilancia dei pagamenti davvero allarmante [...]. [D]urante i prossimi cinque anni il disavanzo della bilancia dei pagamenti potrebbe raggiungere il 7% del Pil, se non di più [...]. Allo stesso tempo l'indebitamento netto nei confronti dell'estero arriverebbe quasi a raddoppiare, fino a raggiungere nell'arco di cinque anni almeno il 40% del Pil».

Si trattava di una previsione condizionale che noi stessi non ritenevamo potesse realmente realizzarsi, poiché a quel tempo sembrava impossibile che il bilancio potesse andare tanto in disavanzo o che si potesse lasciare che il saldo delle partite correnti si deteriorasse in tale misura. Giungevamo quindi prematuramente alla conclusione che, affinché gli Stati Uniti potessero registrare una crescita adeguata, si sarebbe dovuta verificare una qualche forma di reflazione coordinata nel resto del mondo, accompagnata da misure dirette ad accrescere la domanda di esportazione nette per i beni e i servizi statunitensi; e che se ciò non fosse avvenuto la recessione si sarebbe aggravata.

Tuttavia la previsione condizionale si rivelò esatta! Come mostra il grafico, si è osservata una gigantesca espansione fiscale, la più ampia del secondo dopoguerra, che ha provocato un deterioramento del bilancio (rispetto al 2000) pari a circa il 6% del Pil. Allo stesso tempo, il disavanzo della bilancia dei pagamenti sembra effettivamente in grado di continuare a crescere verso il 7% nel 2006, mentre la posizione statunitense delle attività estere nette è già probabilmente negativa per un ammontare pari a circa il 35% del Pil.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Tale affermazione è attestata dal *National Income and Production Accounts*, che nel primo trimestre 2004 presenta un disavanzo di circa il 5%. Tuttavia vi è motivo di ritenere che le cifre ufficiali tendano ad abbellire la verità sottostante al quadro. Se non consideriamo i profitti netti non distribuiti derivanti dagli investimenti diretti esteri (che non sono compresi nel flusso di reddito interno e non sono in alcun senso disponibili per finanziare il disavanzo nelle transazioni), il deficit si avvicina al 6%. La strana storia raccontata dal NIPA, che nonostante le attività estere nette negative ammontino a circa il 35% del Pil il reddito da capitale dall'estero è significativamente positivo, rappresenta probabilmente un artefatto dovuto alle convenzioni nei meccanismi di misurazione.

Tuttavia, tale mutamento nell'indirizzo della politica fiscale ha preso forma in una situazione in cui quasi nessuno ha ammesso che nel sistema di opinioni verosimilmente alla base della formazione della politica economica si era verificato un terremoto. Non è stato infrequente leggere articoli che attribuivano i recenti risultati dell'economia statunitense (e la sua ripresa successiva a una recessione insolitamente breve e indolore) interamente alle sue vitalità e flessibilità intrinseche, trascurando del tutto di menzionare il ruolo dell'espansione fiscale. Il governatore Greenspan sembra non aver notato che il crescente disavanzo è stato accompagnato da tassi d'interesse persino più bassi di quelli prevalenti nel periodo di avanzo.

Tuttavia, sebbene l'opinione generale sia che oggi negli Stati Uniti va affermandosi un'espansione solida e duratura sulla quale il resto del mondo può fare tranquillamente affidamento, l'analisi condotta attraverso i saldi finanziari pone seriamente in discussione tale conclusione.

Una sostanziale incertezza riguarda lo sviluppo futuro della spesa privata in relazione al reddito. Come mostra il grafico, il bilancio privato complessivo è oggi tornato a essere positivo, ma è ancora al di sotto del suo valore medio di lungo periodo. Un'analisi più dettagliata del comportamento del settore privato rivela che l'aumento del saldo privato ha avuto origine anzitutto nel settore delle imprese, che presenta un consistente avanzo a seguito di un periodo di rapida crescita dei profitti. Al contrario, la spesa del settore personale (l'insieme di consumi e investimenti, che corrisponde al 74% del Pil) è ancora di gran lunga superiore al reddito. Sembra impossibile, allo stato attuale del gioco, che la spesa personale possa agire nuovamente da motore per una vigorosa espansione, dal momento che l'indebitamento, l'onere del debito delle famiglie in relazione al reddito e il rapporto tra debito delle famiglie e patrimonio netto sono tutti prossimi a valori record. Nel complesso, se accorpriamo i settori personale e aziendale, appare improbabile che in futuro la spesa privata possa crescere molto in rapporto al reddito (ammesso che cresca); semmai sembra più probabile che continuerà ad aumentare l'acquisizione netta di attività finanziarie, e tale aumento potrebbe risultare considerevole se si dovesse registrare una significativa crescita dei tassi d'interesse.

Se assumiamo che nei prossimi anni il saldo privato rimanga prossimo allo zero (e ancor più se crescesse fino al suo livello abituale), la logica ci conduce a un'importante conclusione, ovvero che in futuro il disavanzo pubblico dovrà essere almeno pari a quello della bilancia dei pagamenti. L'amministrazione Bush promette di abbattere il disavanzo della metà senza, a quanto pare, rendersi conto che ciò può rivelarsi impossibile sul piano logico, a meno di un sensibile miglioramento nella bilancia dei pagamenti.

Tuttavia è tutt'altro che chiaro se la bilancia dei pagamenti statunitense migliorerà, sempre nell'ipotesi che la crescita resti sufficientemente rapida da mantenere costante, o far diminuire, la disoccupazione. Il disavanzo delle partite correnti si è ampliato durante la recessione, e può benissimo continuare a crescere se l'espansione economica viene alimentata da ulteriori stimoli fiscali. Per un momento è sembrato potesse venire in soccorso un indebolimento del dollaro. Negli ultimi tempi, tuttavia, il dollaro tende a recuperare terreno, perché gli operatori hanno iniziato ad attendersi un aumento nei tassi d'interesse statunitensi, mentre i paesi dell'area del Pacifico, che avvertono anche più degli Stati Uniti l'esigenza di esportare, hanno continuato ad acquistare dollari proprio per mantenere forte tale valuta; sul finire di aprile, l'indice "allargato ponderato in termini reali" del dollaro è stato del 10% inferiore rispetto al primo trimestre del 2003, un valore probabilmente insufficiente a generare una crescita duratura trainata dalle esportazioni.

Se oggi i tassi d'interesse dovessero aumentare, il saldo delle partite correnti ne risulterebbe negativamente influenzato, poiché l'attuale indebitamento finanziario netto degli Stati Uniti (cioè la posizione delle attività estere nette senza considerare gli investimenti diretti) è pari al 35% del Pil; anche i calcoli più approssimativi suggeriscono che ogni punto percentuale di aumento dei tassi d'interesse allarga il disavanzo della bilancia dei pagamenti di un ammontare pari a circa lo 0,4% (del Pil).

Di conseguenza, le alternative di medio periodo per l'economia statunitense sembrano piuttosto rigide. O un aumento sostenuto della domanda di esportazioni nette sarà in grado di fornire un motore all'espansione in modo relativamente nuovo, o la politica fiscale conti-



nuerà a generare disavanzi gemelli (di bilancio e di bilancia dei pagamenti), eventualmente crescenti a perdita d'occhio, con implicazioni certamente inaccettabili sul piano dell'indebitamento all'interno e all'estero, oppure l'economia statunitense ricadrà nel ristagno. Di tali possibilità, solo la prima può garantire una crescita sostenuta nel medio periodo. Tuttavia è improbabile che essa si verificherà in assenza di una nuova iniziativa politica di respiro mondiale. Il resto del mondo deve smettere di affidarsi agli Stati Uniti come motore di crescita. Dovrà piuttosto creare un propulsore proprio e, probabilmente, accettare che il dollaro si deprezzi molto di più.

## BIBLIOGRAFIA

- BLINDER A. (1998), "Set to keep rollin' along", *Financial Times*, December 29, p. 6.
- CBO – CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2001), *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2002-2011*, January.
- GODLEY W. (1999a), "Notes on the U.S. trade and balance of payments deficits", *Strategic Analysis, Interim Report*, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. (1999b), "Seven unsustainable processes: medium-term prospects and policies for the United States and the World", *Special Report*, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, rivisto nel 2000.
- GODLEY W. (2000), "Drowning in debt", *Policy Note*, no. 2000/6, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. (2001a), "The developing recession in the United States", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 54, no. 219, pp. 417-25.
- GODLEY W. (2001b), "Fiscal policy to the rescue", *Policy Note*, no. 2001/1, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. (2002a), "Kick-start strategy fails to fire sputtering U.S. economic motor", *Policy Note*, no. 2002/1, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. (2002b), "Huge fiscal expansion shortened U.S. recession", *Financial Times*, Letters to the Editor, August 8, p. 16.
- GODLEY W. (2003), "The U.S. economy: a changing strategic predicament", *Strategic Analysis*, February, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. and IZURIETA A. (2001a), "The developing U.S. recession and guidelines for policy", *Strategic Analysis*, October, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. and IZURIETA A. (2001b), "As the implosion begins?", *Strategic Analysis*, June, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.

- GODLEY W. and IZURIETA A. (2002a), "Prospects and policies for the U.S. economy", *Strategic Analysis*, May, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. and IZURIETA A. (2002b), "The case for a severe recession", *Challenge*, vol. 45, no. 2, pp. 27-51.
- GODLEY W. and IZURIETA A. (2002c), "Strategic prospects for the U.S. economy: a new dilemma", *CERF Working Paper Series*, no. 4, November, University of Cambridge, Cambridge.
- GODLEY W. and IZURIETA A. (2003), "Coasting on the lending bubble. Both in the U.K. and the U.S.", *Cambridge Endowment for Research in Finance Strategic Analysis*, June.
- GODLEY W. and MARTIN W. (1999), "How negative can U.S. saving get?", *Policy Note*, no. 1999/1, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GODLEY W. and MCCARTHY G. (1998), "Fiscal policy will matter", *Challenge*, vol. 41, no. 1, pp. 38-54.
- GODLEY W. and WRAY L.R. (1999), "Can goldilocks survive?", *Policy Note*, no. 1999/4, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- GREENSPAN A. (2000), "Federal Reserve report on monetary policy before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate", February 17, Washington.
- IZURIETA A. (2003a), "Slow recovery fable in growth-recession times? An appraisal of U.S. main imbalances and implications for the world economy", *Studies on International Monetary and Financial Issues for the G24*, September, Geneva.
- IZURIETA A. (2003b), "Economic slowdown in the U.S., rehabilitation of fiscal policy and the case for a co-ordinated global reflation", *CERF Working Paper Series*, no. 6, March.