

EPISTEMES.ORG
COLLANA DI ECONOMIA
DISCUSSION PAPER No. 1

Partite Correnti e Disavanzo della Bilancia Commerciale.
Aspetti Teorici e Soluzioni Pratiche per l'Economia USA.

Pierangelo De Pace*

Ottobre 2006

Abstract

L'articolo descrive in maniera dettagliata ed esaustiva gli elementi teorici utili alla comprensione del fenomeno dei disavanzi di bilancia commerciale, tipici dell'economia statunitense da almeno quindici anni a questa parte. Le cause principali degli squilibri nella composizione dei flussi di capitale a livello internazionale sono analizzate con taglio semplice e divulgativo. Sono proposte misure di politica economica che, se attuate, potrebbero essere in grado di aiutare gli USA a guidare un'auspicabile transizione verso equilibri più sostenibili della propria situazione debitoria nei confronti del resto del mondo. È infine studiata la proposta alternativa di Stiglitz per la risoluzione del problema: attraverso la descrizione di un semplice modello economico, si cerca di fornire l'intuizione del motivo per cui il rimedio proposto dal premio Nobel sembri contraddittorio e di come, nei pochi casi in cui si dimostra adeguato, sarebbe di difficile attuazione pratica e pregiudizievole della crescita economica americana.

AVVERTENZA: Il seguente articolo ha carattere prevalentemente divulgativo e non scientifico in senso stretto. Le necessarie semplificazioni adottate nei modelli proposti sono esclusivamente finalizzate ad una migliore comprensione da parte del lettore dei concetti e dei fenomeni economici discussi.

I contenuti proposti rappresentano l'opinione ed il punto di vista dell'autore; non sono necessariamente coincidenti con quelli di Epistemes.org.

*E-mail: pierangelo.depace@epistemes.org

L'Autore

Pierangelo De Pace (1978, Taranto) si è laureato con lode in Economia Politica (indirizzo in Teoria ed Analisi Economica) presso l'Università Bocconi di Milano difendendo una tesi riguardante gli effetti dell'allargamento ai Paesi dell'Europa Centro-Orientale dell'Unione Monetaria ed Economica Europea sulla politica monetaria condotta dalla Banca Centrale Europea (2002). Ha conseguito un Master of Science in Economics presso l'Università Bocconi (2003) ed un Master of Arts in Economics alla Johns Hopkins University di Baltimore, USA (2005). È candidato al Ph.D. in Economics della suddetta università americana, per la quale ha lavorato come assistente di ricerca ed insegnante di Macroeconomia, Econometria ed Economia Internazionale. Si occupa prevalentemente di Econometria Teorica ed Applicata, Macroeconomia. È membro della European Economic Association (EEA) e dell'Euro Area Business Cycle Network (EABCN). Email: pierangelo.depace@epistemes.org

Epistemes.org

Epistemes.org (www.epistemes.org) è un gruppo di ricerca che si propone di promuovere un dibattito rigoroso e di ampio respiro nell'ambito delle scienze sociali, con particolare attenzione all'economia nazionale e internazionale, alla politica interna e alle relazioni internazionali. Raccoglie giovani dalla diversa formazione accademica che condividono la necessità di svecchiare il confronto politico-culturale italiano in materia di politiche pubbliche.

A tal fine, gli autori proporranno con regolarità opinioni, analisi e brevi studi dal taglio divulgativo su tematiche e questioni complesse che toccano direttamente il nostro paese, nel tentativo di sottrarsi alla logica spesso anacronistica e capziosa che sottende al dibattito pubblico in Italia.

Si cercherà anche di favorire la diffusione di idee ed opinioni provenienti dall'estero che sulla carta stampata nazionale trovano poco spazio, ma che invece risultano centrali nelle discussioni politiche ed economiche a livello internazionale.

L'obiettivo che questo sito si propone è quello di stimolare un confronto ampio di idee e posizioni che possa facilitare la transizione del Paese in modo da affrontare al meglio le sfide e le opportunità del nuovo millennio.

Il futuro ha molti nomi: per i deboli è irraggiungibile, per i timorosi è sconosciuto, per gli impavidi significa opportunità. (Victor Hugo)

1 Breve Introduzione

Che cosa sono le partite correnti della bilancia dei pagamenti di un dato Paese? In parole molto poco tecniche, e per definizione, non sono altro che la somma di bilancia commerciale (data dalle differenza tra valore delle esportazioni e valore delle importazioni) ed interessi e dividendi maturati sul debito estero accumulato per finanziare esportazioni nette negative (cioè quando il valore delle importazioni supera quello delle esportazioni). In altri termini, rappresentano la variazione da un periodo ad un altro dell'esposizione finanziaria di una determinata nazione rispetto al resto del mondo. Per quale motivo, poi, parlo di debito estero accumulato? La questione è delicata e complessa. Cercherò di procedere con esempi ed attraverso la descrizione di alcuni semplici concetti teorici prima di arrivare al cuore del tema che mi preme discutere.

2 Definizioni di Base e Dettagli Tecnico-Teorici

L'identità di contabilità nazionale che definisce la relazione tra reddito totale (o prodotto interno lordo, PIL) dell'economia aperta in esame e le relative componenti - sempre valida, sia nel breve, sia nel lungo periodo - può essere agevolmente espressa nella maniera che si indica di seguito:

$$Y_t = C_t + I_t + G_t + NX_t. \quad (1)$$

Per convenzione in economia si indica con Y il prodotto interno lordo, con C il livello dei consumi, con I gli investimenti (qui intesi in senso economico e non finanziario, e cioè esclusivamente in capitale fisico); con G il livello di spesa pubblica e con NX le esportazioni nette (o bilancia commerciale), date dalla differenza tra esportazioni ed importazioni. L'indice t sta ad indicare il periodo di tempo in cui le variabili sono misurate.

Quando una nazione incorre in un deficit di bilancia commerciale (importazioni superiori in valore alle esportazioni), sta semplicemente acquistando più beni e servizi dall'estero di quanti ne stia vendendo. Questo allo scopo di mantenere un livello di consumi (privati e pubblici) e di investimenti più alto di quanto sia in grado di sostenere basandosi esclusivamente sulla produzione interna e/o per sfruttare i vantaggi economici che derivano dall'acquisto di determinati beni dall'estero (tali beni possono essere, infatti, meno costosi se acquistati presso altri Paesi, piuttosto che prodotti autonomamente).

L'equazione (1) può essere riscritta come segue:

$$Y_t - C_t - I_t - G_t = NX_t. \quad (2)$$

Se la produzione interna (o reddito prodotto) Y è inferiore in valore alla somma di consumi, investimenti ed intervento statale nell'economia (misurato dal livello di spesa pubblica), la bilancia commerciale risulta in disavanzo ($NX < 0$, il valore delle importazioni è superiore al valore delle esportazioni). Al contrario, se la produzione nazionale è in grado di sostenere autonomamente consumi, investimenti e spesa pubblica, la bilancia commerciale registra un avanzo.

Se il reddito Y prodotto internamente da una nazione è insufficiente, l'acquisto di questi beni e servizi di consumo e di investimento nel mercato globale viene finanziato prendendo a prestito dall'estero. Ciò avviene emettendo titoli ed attività finanziarie (che quindi rappresentano un debito per il Paese importatore) rappresentativi del capitale acquisito, sul quale dovranno essere corrisposti interessi e dividendi alla scadenza del prestito. Si verifica, dunque, un afflusso di capitali esteri che viene poi utilizzato per finanziare investimenti e consumi. Il discorso opposto riguarda, ovviamente, il caso di una nazione prevalentemente esportatrice (quindi un surplus di bilancia commerciale), che con il tempo tende ad accumulare crediti nei confronti dei partner commerciali esteri. Quello che si osserva in tale frangente è un deflusso di capitali nazionali verso l'estero che andranno a finanziare consumi ed investimenti in Paesi stranieri.

La bilancia commerciale è tipicamente la componente più significativa delle partire correnti. Formalmente e sulla base delle osservazioni effettuate sino ad ora esse sono definite dalla relazione:

$$PC_t = NX_t + r \times D_{t-1} \quad (3)$$

dove D_{t-1} rappresenta l'esposizione finanziaria del Paese in esame rispetto al resto del mondo al tempo $t - 1$ ed r il tasso di interesse (per semplicità tenuto costante). A titolo esemplificativo, si parta da una condizione di pareggio della bilancia commerciale al periodo $t = 0$ e da una posizione debitoria/creditoria nulla. Se ciò è vero, l'economia analizzata non ha debiti nè crediti con l'estero e $PC_0 = 0$. Si ipotizzi che, al periodo $t = 1$, si registri un deficit di bilancia commerciale: per finanziare l'acquisto di beni e servizi dall'estero, l'economia aperta è costretta a prendere a prestito dall'estero per un ammontare pari al valore

del deficit di bilancia commerciale che si intende finanziare. Segue che il valore delle partite correnti diventa negativo: $PC_1 = NX_1$. Nel frattempo, il Paese ha contratto un debito con l'estero. Se per semplicità si assume che gli interessi sul debito debbano essere pagati di periodo in periodo, il valore delle partite correnti in $t = 2$ sarà dato da: $PC_2 = NX_2 + r \times D_1$. E così via discorrendo per tutti i periodi successivi. Se si incorre di anno in anno in successivi disavanzi commerciali, la posizione debitoria del Paese tende a peggiorare e nel conto delle partite correnti questo si traduce in una maggiore quota interesse/dividendi da pagare alle nazioni creditrici, oltre alla contabilizzazione del nuovo debito estero formatosi nel periodo di riferimento.

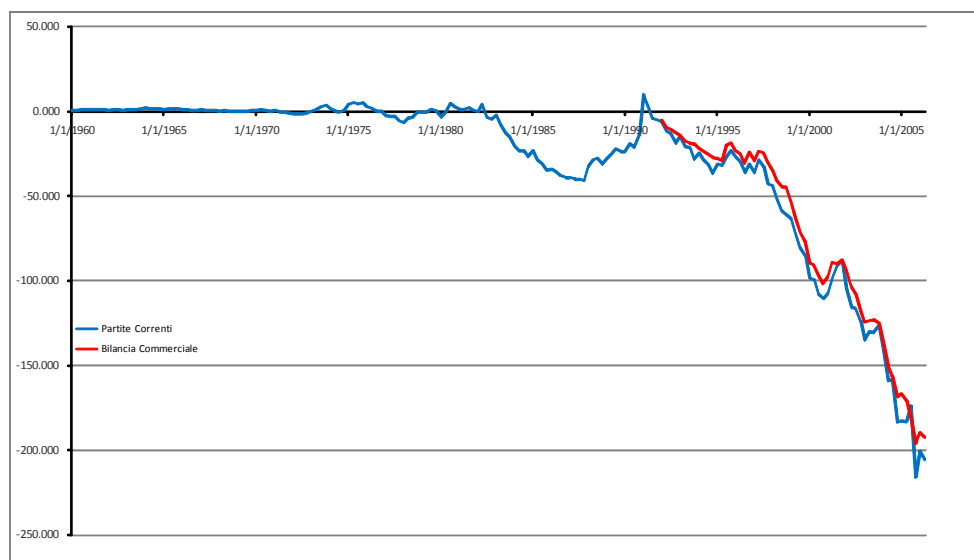
In definitiva, cambiamenti nelle tendenze commerciali (il valore di NX) con l'estero sono in grado di influenzare in maniera decisiva il conto delle partite correnti. Esiste la possibilità teorica che in alcuni Paesi la componente relativa agli interessi e ai dividendi da corrispondere risulti sostanziale. Ciò conduce alla seguente considerazione (abbastanza ovvia, a dir la verità): i flussi commerciali (di beni e servizi) tra i vari Paesi determinano ingenti flussi di capitale a livello mondiale e possono creare esposizioni finanziarie, anche di rilievo, per alcune nazioni. Fermo restando il fatto che, in genere, squilibri significativi del conto delle partite correnti siano piuttosto rari e che le dinamiche della bilancia commerciale nella maggior parte dei casi tendano ad oscillare intorno allo zero (come vedremo, con qualche importante eccezione).

3 Il Disavanzo Commerciale negli Stati Uniti d'America

Un tema interessante sempre più discusso da qualche anno a questa parte, proprio a causa della sua evidente eccezionalità, riguarda gli squilibri nei flussi di capitale che si sono venuti a determinare nell'ultimo decennio a favore dell'economia statunitense. Le implicazioni economiche per la prima potenza mondiale, che al momento paga preoccupanti conseguenze in termini di disavanzo nel conto delle partite correnti e di debito con l'estero, non vanno minimizzate. Le cause degli squilibri in questione sono tra le più varie. Sono innanzitutto il risultato di cambiamenti importanti nelle dinamiche dell'economia mondiale, per lo più non anticipati e comunque, almeno inizialmente, sottovalutati. Alcuni di questi cambiamenti potrebbero essere soltanto passeggeri, altri potrebbero aver già intaccato profondamente la struttura dell'economia del pianeta.

3.1 Descrizione del Fenomeno

Si osservi il seguente grafico [Fonte: St. Louis FED - FRED II]:



La linea blu rappresenta l'andamento delle partite correnti negli USA a partire dagli inizi degli anni '60 (dati espressi in miliardi di dollari). La linea rossa mostra invece l'andamento delle esportazioni nette (o bilancia commerciale) a partire dagli inizi degli anni novanta. Due elementi balzano subito all'attenzione. Le partite correnti oscillano in valore intorno allo zero per circa metà del campione esaminato, dopodichè (se si esclude un breve periodo tra la fine degli anni '80 e gli albori degli anni '90) diventano velocemente ed in maniera sempre più persistente negative. Le esportazioni nette seguono la stessa tendenza, anche se in misura appena inferiore. Sembra quindi esserci un punto di rottura, individuabile probabilmente in corrispondenza del primo quarto degli anni '80, a partire dal quale qualcosa muta strutturalmente negli indirizzi dei flussi finanziari planetari. Da quegli anni, infatti, la bilancia commerciale americana inizia a registrare deficit sempre più massicci, fenomeno che si trasferisce poi sui conti della bilancia dei pagamenti. Man mano che la posizione debitoria degli USA nei confronti del resto del mondo peggiora, l'entità dei dividendi e degli interessi che maturano su tale esposizione finanziaria diventa più consistente, ma questi sono quasi completamente compensati dai rendimenti delle posizioni creditizie degli USA all'estero.

3.2 Cause e Dinamiche

In linea di massima, l'entità e la persistenza di tali squilibri sembrano essere il risultato dell'interazione di due forze: il declino nel livello del risparmio statunitense rispetto agli investimenti nazionali, dovuto all'aumento dei consumi privati, ad una corrispondente riduzione del risparmio privato e a continui deficit di bilancio; e il corrispondente aumento del risparmio rispetto al livello degli investimenti in altre parti del mondo, soprattutto in Asia e nei Paesi principali produttori di petrolio.

Facciamo un po' di chiarezza su alcuni punti: se i consumi privati aumentano in un dato Paese, per ciascun livello di reddito totale disponibile (al netto cioè delle tasse) il risparmio privato diminuisce. Se il governo aumenta il proprio livello di spesa pubblica - producendo magari deficit di bilancio come nel caso degli Stati Uniti - per ogni determinato livello di gettito fiscale il risparmio pubblico (tasse meno spesa pubblica) si riduce. Il risparmio totale del Paese, quindi, si abbassa in seguito all'interazione di queste due forze. Se il livello di risparmio totale è insufficiente per finanziare gli investimenti che si sono stabiliti, il Paese in questione è costretto ad indebitarsi con l'estero. Ciò produce un afflusso di capitali che però devono un giorno essere restituiti con gli interessi (il debito estero cresce e l'esposizione finanziaria potenzialmente peggiora se la dinamica descritta persiste nel tempo).

Il discorso risulta meno astratto se si formalizza quanto detto sfruttando ancora una volta l'identità fondamentale di contabilità nazionale vista prima e qualche ulteriore definizione.

Il risparmio totale di una nazione è dato per dalla somma di risparmio privato (S_p) e risparmio pubblico (S_g):

$$S = S_p + S_g. \quad (4)$$

Il risparmio privato è dato dalla differenza tra reddito disponibile, $Y_d = Y - T$ (T , come di norma, rappresenta il livello della pressione fiscale al netto dei trasferimenti ricevuti), e consumi:

$$\begin{aligned} S_p &= Y_d - C \\ &= Y - T - C. \end{aligned} \quad (5)$$

Il risparmio pubblico equivale all'avanzo primario statale:

$$S_g = T - G. \quad (6)$$

La semplice conclusione è che il risparmio totale così come definito dall'equazione (4) è uguale a:

$$\begin{aligned} S &= S_p + S_g \\ &= Y - T - C + T - G \\ &= Y - C - G. \end{aligned} \quad (7)$$

Dall'equazione (1), infine, omettendo gli indici temporali, si ottiene:

$$\begin{aligned} Y &= C + I + G + NX \\ \implies Y - C - G - I &= NX \\ \implies S - I &= NX. \end{aligned} \quad (8)$$

L'equazione (8) spiega esattamente quanto affermato nel paragrafo precedente: un deficit di bilancio indotto da un aumento della spesa pubblica o un aumento dei consumi privati causato da variazioni nelle preferenze o da variazioni nel regime fiscale determinano, a parità di investimenti, un calo nel livello di risparmio totale e, di conseguenza, un disavanzo commerciale. È proprio in questa maniera che gli Stati Uniti sono diventati debitori netti nei confronti del resto del mondo.

La storia non finisce qui. Nel resto del mondo, la composizione del risparmio (al netto degli investimenti) e le posizioni finanziarie nette differiscono da Paese a Paese: in molte nazioni asiatiche il risparmio si è ridotto, ma gli investimenti sono calati ancora di più. La stessa cosa si è verificata in Giappone. In Cina e nei paesi produttori di petrolio gli investimenti sono aumentati insieme al risparmio, ma in maniera inferiore. In entrambi i casi, dunque, la posizione finanziaria netta di queste nazioni è migliorata rispetto al resto del mondo, in altre parole sono stati prodotti a lungo avanzi commerciali consistenti. In Europa, infine, il conto delle partite correnti è rimasto più o meno stabile, con qualche differenza sostanziale da nazione a nazione.

Un'importante caratteristica di questi fenomeni (soprattutto quelli riguardanti i Paesi

asiatici, e la Cina in particolare) è l'incremento della propensione ad investire il proprio risparmio in attività americane da parte del resto del mondo, favorito anche da una maggiore integrazione del mercato dei capitali a livello globale, oltre che ad una aumentata appetibilità delle attività statunitensi in termini di ritorni a partire dalla metà degli anni '90 determinata in parte da livelli di crescita della produttività totale dei fattori mai conosciuti prima (i lettori ricorderanno sicuramente la spettacolare e prolungata crescita dell'economia statunitense culminata con l'avvento del mito della New Economy).

Quanto descritto acquista importanza fondamentale dal punto di vista americano per una ragione molto semplice: è assai probabile che gli squilibri evidenziati fino ad ora nel conto delle partite correnti possa in breve tempo produrre un significativo deterioramento dell'incidenza del debito estero USA sul reddito nazionale, implicando, per un futuro non troppo lontano, trasferimenti netti di reddito verso i Paesi creditori via via più ingenti. Ciò che preoccupa ancora di più è che tutto questo non è soltanto conseguenza delle decisioni di risparmio ed investimento del settore privato americano, che pure hanno la loro rilevanza per spiegare quanto accaduto e quanto stia ancora accadendo (il boom dei consumi negli ultimi quindici anni, per esempio, è cosa innegabile). Il fatto che una porzione sostanziale del risparmio che gli USA prendono in prestito dal resto del mondo sia utilizzato per finanziare un livello via via sempre meno sostenibile di spesa pubblica rende la posizione economica della nazione delicata ed assai pericolosa nel medio orizzonte. Prima o poi, infatti, per una naturale tendenza delle forze economiche a ripristinare l'equilibrio nel lungo periodo, le dinamiche finanziarie internazionali che hanno creato il deficit ed il debito statunitense sono destinate ad invertirsi, provocando probabilmente enormi fughe di capitali, il deprezzamento del dollaro (che già perde terreno rispetto alle altre principali valute da qualche anno); larghe oscillazioni nei movimenti dei prezzi relativi (amplificate dalle spinte al rialzo del prezzo del petrolio, scatenate queste ultime da una crescente domanda energetica proveniente da Cina ed India), volatilità nei prezzi delle attività finanziarie e reali; crescita lenta, quest'ultima non solo negli USA ma anche altrove.

Per lungo tempo, ed in fondo anche al momento, gli Stati Uniti non hanno posto limiti alla crescita della spesa pubblica o privata: sta alle altre nazioni aggiustare le proprie economie sulla base dei ritmi di crescita del deficit di bilancio americano, permettendo alle valute estere di apprezzarsi nei confronti del dollaro. Per molti anni questo comportamento da parte degli USA è stato giustificato dalla visione (errata) che il deficit statunitense non sia il risultato del boom dei consumi nazionali prima e dei disavanzi di bilancio federale poi, ma della sistematica

sottovalutazione delle valute est-asiatiche nei mercati valutari, cosa che avrebbe permesso ai Paesi dell'area il raggiungimento di un vantaggio commerciale *"improprio"* nei confronti della prima potenza economica mondiale (favorendo quindi le importazioni americane, ma danneggiando le esportazioni). In ogni caso, di chiunque sia la *"colpa"*, un deficit di queste dimensioni non è semplicemente sostenibile. Il resto del mondo non continuerà a finanziarlo all'infinito e ne esigerà, prima o poi, il rimborso con gli interessi.

3.3 Soluzioni Possibili

Come se non bastasse, la storia e l'esperienza passata non possono essere di grande aiuto su come controllare il fenomeno e riportare il tutto entro condizioni di normalità e senza troppi scossoni. Un deficit di tal portata non si è mai verificato in passato. Il maggior debito accumulato nell'ultimo decennio dalle unità familiari americane rende, poi, il settore privato più esposto ai cambiamenti dei tassi di interesse. La bolla nel mercato immobiliare (che, tuttavia, sembra sgonfiarsi) conclude l'analisi rendendo la situazione complessiva di difficile interpretazione.

Le difficoltà congiunturali e strutturali delle principali economie nel resto del mondo (Europa in primis, che pare riprendersi ma che sicuramente non ha risolto i suoi annosi problemi e dilemmi) non sembrano agevolare la formazione e lo sviluppo di quelle condizioni che dovrebbero avere il compito di contenere un'eventuale crisi del colosso economico mondiale. Le cose potrebbero, forse, andare *"bene"* ancora a lungo, considerando anche l'enorme peso politico degli USA. Il debito ed i deficit (di bilancio federale e di bilancia commerciale) potrebbero ancora crescere senza recare pregiudizio alla crescita economica americana per diverso tempo ancora. Ma l'economia yankee non sembra avere un futuro roseo (almeno in parte). Tra circa un decennio la generazione del Baby Boom (che causò un aumento significativo della popolazione americana tra gli anni '40 e gli anni '50) andrà in pensione e la spesa pubblica da utilizzare per il finanziamento dei programmi pensionistici e sanitari vigenti sarà sotto pressione. Come anticipato e prevedibile, anche l'Europa dovrebbe iniziare a preoccuparsi, per gli inevitabili effetti domino su larga scala che si scatenerebbero se le cose dovessero andare male oltreoceano. Se già di recente siamo stati scossi dalla crisi valutaria del 1992 (che, tra le altre cose, costò all'Italia l'uscita temporanea dal Sistema Monetario Europeo della Lira), dalla crisi asiatica del 1997 e dalla crisi argentina del 2001, non sarebbe affatto desiderabile una situazione in cui una crisi finanziaria dovesse colpire gli Stati Uniti d'America, magari costringendoli al default (ripudio di parte o di tutto il debito accumulato,

nei confronti dei propri cittadini e/o del resto del mondo).

La soluzione al problema non è affatto semplice. Gli Stati Uniti possono innanzitutto sperare che le cose non si deteriorino rapidamente, in modo da individuare una via d'uscita valida e possibilmente indolore. La riduzione degli investimenti nazionali allo scopo di ripristinare un avanzo commerciale perduto da troppo tempo (sulla base di quanto implicato dall'equazione (8)) rappresenterebbe un non-senso economico. Il contenimento (o meglio, il taglio) del deficit di bilancio federale sarebbe a questo punto un provvedimento auspicabile (obbligatorio, direi) per riportare il risparmio totale nazionale a livelli accettabili. La politica economica di Bush, fortemente anticiclica almeno inizialmente (espansione fiscale pronunciata in un periodo di crescita bassa), ha aiutato gli Stati Uniti a risorgere dalla recessione d'inizio millennio e a registrare tassi di crescita invidiabili per molti trimestri consecutivi. Ma dovrebbe essere contenuta, in quanto responsabile in maniera significativa dell'attuale stato dei conti pubblici. Non voglio entrare nel merito dell'opportunità politica di ridurre sostanzialmente la spesa governativa ora, dal momento che la composizione di questa non comprende solo voci quali programmi pensionistici, previdenziali e di assistenza sanitaria, ma anche e soprattutto poste relative agli interventi bellici in Afghanistan ed Iraq ed al mantenimento di decine di altre postazioni militari in altre zone del globo. Mi limito ad analizzare la questione esclusivamente in prospettiva economica e nell'ottica fondamentale della sostenibilità di lungo periodo del debito. Sulla base di questa doverosa premessa, è evidente che la riduzione della spesa pubblica debba necessariamente diventare strutturale. Brevi periodi di rigore non servirebbero a molto. Il pericolo sarebbe quello di causare incertezza e determinare rischi maggiori nell'economia, precludendo ogni possibilità futura di ripianare il debito estero in maniera graduale e senza collassi. Del resto, la recente inversione di tendenza del rapporto deficit/Pil sembra più che altro dovuto alla forte crescita del reddito e ad un trend positivo del gettito fiscale, piuttosto che ad un contenimento della spesa pubblica.

Qualche anno fa, l'allora capo economista dell'amministrazione Bush - il noto professore della Harvard University, Gregory Mankiw - propose un piano per incentivare il risparmio privato, in parte realizzato anche attraverso una significativa detassazione delle cosiddette rendite finanziarie. Provvedimento senz'altro necessario in una contingenza come quella descritta fino ad ora. Tuttavia, occorre precisare che qualsiasi politica economica da parte statunitense sarebbe solo in grado di migliorare le prospettive di un processo di aggiustamento benigno; non sarebbe però sufficiente a risolvere completamente il problema. Un ideale

coordinamento globale dei provvedimenti economici imporrebbe a tutte le maggiori economie mondiali (Europa e Giappone, innanzitutto; ma anche Cina ed India) di fare la propria parte, perseguendo un mix di politiche fiscali, strutturali ed incentivanti atte a gestire il passaggio verso un percorso più sostenibile delle dinamiche dei flussi di capitale.

Il desiderabile incremento del livello del risparmio ed il necessario rallentamento della domanda (consumi privati e spesa pubblica *in primis*) negli Stati Uniti dovrebbero essere controbilanciati all'estero da una più forte crescita della domanda aggregata, che sia in grado di assorbire parte del risparmio mondiale attualmente indirizzato verso Washington (se la domanda aumenta nel resto del mondo, il livello delle importazioni per i Paesi al di fuori degli Stati Uniti sarebbe destinato a crescere ed i corrispondenti avanzi di bilancia commerciale si ridimensionerebbero automaticamente). Non è comunque auspicabile che il peso di questa condizione economica ricada sul resto del mondo, se non nella misura in cui ciascun Paese sia responsabile degli squilibri accumulatisi nel tempo nell'impiego dei propri capitali. Gli USA hanno il dovere di porsi come obiettivo un'adeguata politica sui fattori sotto il proprio controllo (riduzione del deficit di bilancio federale, incentivi al risparmio privato, riforma dei sistemi pensionistico e di assistenza sanitaria), allo scopo di guadagnare credibilità a livello internazionale e nel tentativo di incoraggiare cambiamenti nelle politiche al di fuori dei propri confini.

4 La Proposta di Stiglitz e la Critica di Mankiw

In un articolo apparso su *The New York Times* del 3 ottobre 2006, intitolato "*How to Fix the Global Economy*", il premio Nobel per l'Economia Joseph E. Stiglitz mette in evidenza come, nonostante i provvedimenti economici messi in atto dall'amministrazione Bush, il problema legato al disavanzo della bilancia commerciale non sia stato risolto. Al contrario, sembra peggiorare di trimestre in trimestre.

La critica è pertinente e giustificata dai dati: come messo in evidenza in parti precedenti di questo paper, la bilancia dei pagamenti USA non gode di buona salute. Quale, allora, la soluzione al problema a giudizio del famoso economista? Sulle pagine del quotidiano di New York scrive¹: "*Esiste un modo per sfuggire a quella che sembra ormai una*

¹Si riporta di seguito l'estratto originale dell'articolo de *The New York Times*: "*There is one way out of this seeming impasse: expenditure cuts combined with an increase in taxes on upper-income Americans and a reduction in taxes on lower-income Americans. The expenditure cuts would, of course, by themselves reduce spending, but because poor individuals consume a larger fraction of their income than the rich, the "switch" in taxes would, by itself, increase spending. If appropriately designed, such a combination could simultaneously sustain the American economy and reduce the deficit*".

fase di stallo: tagli di spesa pubblica accompagnati da aumenti di imposta sul reddito degli americani più benestanti e da riduzioni di imposta sul reddito dei cittadini meno abbienti. I tagli alla spesa, naturalmente, ridurrebbero di per sé la spesa complessiva [migliorando il livello di risparmio totale]; poichè gli individui a basso reddito tendono a consumare una frazione più consistente del proprio reddito rispetto ai più ricchi, questo cambiamento nella struttura dell'imposizione fiscale determinerebbe per sua stessa natura un incremento nella spesa complessiva. Se progettata in maniera adeguata, tale combinazione di politiche fiscali sarebbe in grado di sostenere l'economia americana e ridurre il deficit allo stesso tempo".

La replica di Gregory Mankiw non si è fatta attendere, pur non giungendo al pubblico attraverso organi di stampa ufficiali². Traduco le parole del professore di Harvard³: *"Capisco l'argomento relativo al taglio della spesa pubblica (sebbene Joe eviti di rispondere alla domanda più difficile, e cioè quali siano le spese da tagliare). Livelli di spesa pubblica ridotti determinerebbero un aumento del risparmio nazionale totale, ed un livello di risparmio più elevato ridurrebbe a sua volta la nostra dipendenza da capitali esteri. Il dollaro si deprezzerebbe sui mercati valutari ed il disavanzo commerciale si ridurrebbe. Tutto questo è teoria macroeconomica internazionale standard, rintracciabile in qualsiasi libro di testo [.....].*

Ma un incremento della progressività delle imposte è una ricetta sbagliata per risolvere il problema degli squilibri mondiali, per due ragioni. In primo luogo, Joe argomenta la sua proposta sull'assunto di diverse propensioni marginali al consumo⁴ tra individui a reddito

²L'intero commento è rintracciabile sul sito personale dell'economista, al link: <http://gregmankiw.blogspot.com/2006/10/stiglitz-on-global-imbalances.html>

³Riporto per correttezza anche il commento originale di Gregory Mankiw sulla proposta di Stiglitz: *"I can understand the argument for cutting government spending (although Joe ducks the hard question – deciding which spending to cut). Lower government spending would increase national saving, and increased national saving would in turn reduce our reliance on foreign capital inflows. The dollar would fall in foreign exchange markets, and the trade deficit would shrink. This is all textbook international macroeconomics [.....].*

But increased progressivity is an odd prescription for global imbalances, for two reasons. First, Joe rests the case on different marginal propensities to spend for high-income and low-income taxpayers. Although there is strong evidence for different average propensities to consume, the evidence for substantially different marginal propensities is much weaker. And it is the marginal propensities that are key to Joe's story.

Second, even if I grant Joe the different marginal propensities, I can't see how this plan would work to balance global trade flows. If the tax switch increased consumer spending, then it would decrease national saving, offsetting the increase in national saving from reduced government spending. With national saving unchanged, I can't see how international capital flows and the trade deficit would be any different. In other words, if a decrease in public spending were matched by an increase in private spending, as Joe seems to suggest, the budget deficit would be smaller, but the trade deficit – the focus of Joe's article – would be the same.

I can understand why a left-leaning economist like Joe would favor increased progressivity: If a person wants to reduce inequality and is willing to pay the price of reduced efficiency (that is, if one is willing to shrink the economic pie in order to give everyone a more similar slice), then Joe's proposal is the way to go. But that's not the case that Joe is making, which is why I am puzzled. As a solution to global imbalances, increased progressivity of the tax system seems like a non sequitur".

⁴La propensione marginale al consumo si riferisce all'incremento dei consumi privati indotti da un aumento del reddito disponibile.

elevato ed individui a basso reddito. Sebbene ci sia una forte evidenza a favore di diverse propensioni medie al consumo⁵, l'evidenza per propensioni marginali significativamente differenti a seconda della fascia di reddito è molto più debole. Ed è proprio il concetto di propensione marginale al consumo il cuore dell'analisi di Joe.

In secondo luogo, anche concedendo a Joe la validità della sua ipotesi sulle propensioni marginali, non riesco a capire come questo piano possa funzionare allo scopo di bilanciare i flussi commerciali mondiali. Se il nuovo regime fiscale aumentasse la spesa per consumi, il risparmio nazionale si ridurrebbe controbilanciando l'iniziale incremento dovuto al taglio della spesa pubblica. Con un livello di risparmio inalterato, non vedo come i flussi di capitale internazionale ed il disavanzo commerciale possano mutare. In altre parole, se una riduzione della spesa pubblica fossero accompagnate da un aumento della spesa privata, come Joe sembra suggerire, il deficit di bilancio sarebbe inferiore, ma il disavanzo commerciale - il punto principale dell'articolo di Joe - sarebbe lo stesso.

Riesco a comprendere i motivi per cui un economista di sinistra come Joe possa prospettare una progressività fiscale più pronunciata: se qualcuno volesse ridurre la disuguaglianza pagando il prezzo corrispondente in termini di efficienza ridotta (e cioè, se qualcuno fosse disposto a veder rimpicciolita la dimensione della torta per poter dare a tutti una fetta simile), allora la proposta di Joe sarebbe quella da seguire. Ma questa non è l'intenzione di Joe, motivo per il quale sono assai perplesso. Una progressività fiscale maggiore non sembra essere la soluzione ideale agli squilibri nei flussi di capitale mondiali".

4.1 Analisi della Strategia di Stiglitz

Cercherò di mettere un po' d'ordine nelle parole dei due illustri economisti proponendo un semplice modello economico⁶ che sia in grado di riprodurre quanto affermato nella sezione precedente. Il modello è necessariamente stilizzato e non ha alcuna pretesa di scientificità in senso stretto; inoltre fornisce esclusivamente risultati di tipo qualitativo⁷.

Si ricordi l'equazione (7) sul risparmio nazionale totale:

$$S = Y - C - G \quad (7)$$

e si indichi con N il numero totale di individui in una data nazione.

⁵La propensione media al consumo è la percentuale del reddito disponibile impiegata per consumi privati.

⁶A riguardo, si ricordi l'avvertenza in prima pagina.

⁷In questa sezione vengono riportati i risultati essenziali dell'analisi teorica. Il lettore interessato potrà riferirsi alle note in calce per la descrizione dettagliata della derivazione algebrica utilizzata.

Per semplicità, valgono le seguenti ipotesi:

1. tutti gli individui sono percettori di reddito;
2. in quanto percettori di reddito, tutti gli individui sono soggetti ad imposizione fiscale;
3. sia $\alpha \in (0, 1)$ la proporzione di individui a basso reddito e $(1 - \alpha)$ la proporzione di individui a reddito elevato;
4. sia Y_P il reddito percepito dagli individui meno abbienti (ritenuto uniforme sulla popolazione) e Y_R il reddito percepito dagli individui benestanti;
5. siano τ_P e τ_R le aliquote medie gravanti rispettivamente su redditi bassi ed elevati.

Si assuma infine che il consumo privato dipenda dal reddito disponibile e che il segno della relazione tra le due variabili considerate sia positiva: ad un aumento di reddito disponibile corrisponde generalmente un aumento dei consumi. In termini analitici, sussiste la seguente distinzione:

$$C_R = C_R(Y_R - T_R) = C_R(Y_R - \tau_R Y_R) \quad (9)$$

$$C_P = C_P(Y_P - T_P) = C_P(Y_P - \tau_P Y_P). \quad (10)$$

I consumi, C_P , della classe meno abbiente dipendono dal reddito disponibile degli individui appartenenti a questo gruppo; la stessa osservazione vale nel caso della classe a reddito più elevato relativamente al corrispondente livello di consumo, C_R . Si noti che T_R e T_P rappresentano le diverse imposizioni fiscali totali sul reddito che vanno a colpire i due sottoinsiemi della popolazione considerata.

Si deriva allora l'equazione⁸ che segue:

$$S = \alpha N Y_p + (1 - \alpha) N Y_R - [\alpha N C_P (Y_P - \tau_P Y_P) + (1 - \alpha) N C_R (Y_R - \tau_R Y_R)] - G. \quad (11)$$

⁸I semplici passaggi algebrici che la determinano sono:

$$\begin{aligned} S &= Y - C - G \\ &= \alpha N Y_p + (1 - \alpha) N Y_R - [\alpha N C_P + (1 - \alpha) N C_R] - G \\ &= \alpha N Y_p + (1 - \alpha) N Y_R + \\ &\quad - [\alpha N C_P (Y_P - \tau_P Y_P) + (1 - \alpha) N C_R (Y_R - \tau_R Y_R)] - G. \end{aligned}$$

Come evidente, un taglio alla spesa pubblica induce un aumento del risparmio nazionale della stessa grandezza⁹. Fin qui, dunque, niente di nuovo: sia Mankiw, sia Stiglitz sono d'accordo su questo punto, che, tra l'altro, è anche il senso di alcune delle soluzioni già proposte nella relativa sezione del presente articolo.

Stiglitz, però, afferma anche la necessità di una maggiore progressività fiscale per superare lo stato d'impasse e risolvere il problema del disavanzo commerciale. Nei termini semplificati del modello, l'idea si traduce in un aumento del valore dell'aliquota media τ_R ed in una riduzione dell'aliquota media τ_P . In parole semplici: più tasse alla classe ricca e meno tasse alla classe povera. L'effetto netto sul risparmio di una manovra di questo tipo è dato da¹⁰:

$$\Delta S = \alpha N C'_P Y_P \Delta \tau_P + (1 - \alpha) N C'_R Y_R \Delta \tau_R, \quad (12)$$

relazione che descrive come cambia il risparmio nazionale in risposta alle due variazioni proposte sulle aliquote medie. Nel caso in esame ed in base a quanto suggerito da Stiglitz, si dovrebbe avere $\Delta \tau_P < 0$ e $\Delta \tau_R > 0$. C'_P e C'_R rappresentano le due propensioni marginali al consumo dei due gruppi di individui nella popolazione. La teoria economica suggerisce che sia $C'_P > C'_R$, ma come ricorda giustamente Mankiw nel suo commento, non esiste prova empirica definitiva sul fatto che le due variabili siano significativamente diverse tra loro.

Si ipotizzi ora che la proporzione $(1 - \alpha)$ di individui ad alto reddito sia uguale a 0.2¹¹. Come conseguenza della modificazione delle due aliquote, il risparmio nazionale totale tenderà a variare come indicato dalla (12). Ai fini del miglioramento della bilancia commerciale e, quindi, delle partite correnti, occorrerebbe implementare una riforma fiscale che induca un aumento nel risparmio totale, $\Delta S > 0$. Si dimostra che ciò avviene se e solo se¹²:

$$\frac{1 - \alpha}{\alpha} > \frac{C'_P}{C'_R} \left| \frac{\Delta \tau_P}{\Delta \tau_R} \right|. \quad (15)$$

⁹L'affermazione è verificabile immediatamente attraverso il calcolo della derivata $\frac{\partial S}{\partial G} = -1$.

¹⁰A tal proposito, si calcoli la derivata totale di S rispetto alle due aliquote medie:

$$dS = \alpha N C'_P Y_P d\tau_P + (1 - \alpha) N C'_R Y_R d\tau_R$$

che, riscritta in termini più accessibili, equivale alla (12).

¹¹Si capirà in seguito il motivo per cui questa congettura sia generosa, almeno se si vuol dare supporto alla validità della manovra elaborata da Stiglitz.

¹²Considerando che $\Delta \tau_P < 0$ e $\Delta \tau_R > 0$:

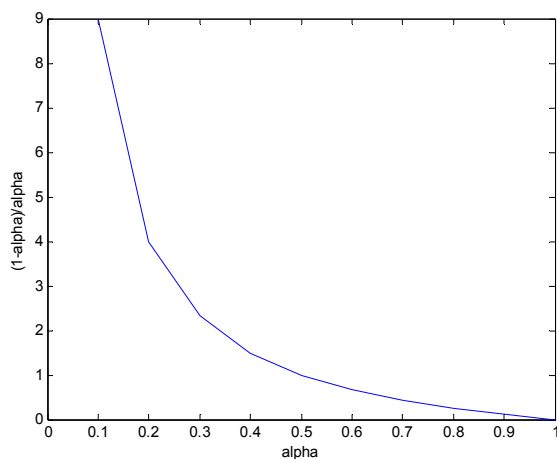
$$\begin{aligned} \Delta S &= \alpha N C'_P Y_P \Delta \tau_P + (1 - \alpha) N C'_R Y_R \Delta \tau_R > 0 \iff \alpha C'_P Y_P \Delta \tau_P + (1 - \alpha) C'_R Y_R \Delta \tau_R > 0 \\ &\iff (1 - \alpha) C'_R Y_R \Delta \tau_R > -\alpha C'_P Y_P \Delta \tau_P \iff \frac{1 - \alpha}{\alpha} > -\frac{C'_P Y_P \Delta \tau_P}{C'_R Y_R \Delta \tau_R} = -\frac{C'_P}{C'_R} \frac{\Delta \tau_P}{\Delta \tau_R} = \frac{C'_P}{C'_R} \left| \frac{\Delta \tau_P}{\Delta \tau_R} \right|. \end{aligned}$$

Per il valore ipotizzato di α , la disuguaglianza (15) è soddisfatta se e solo se

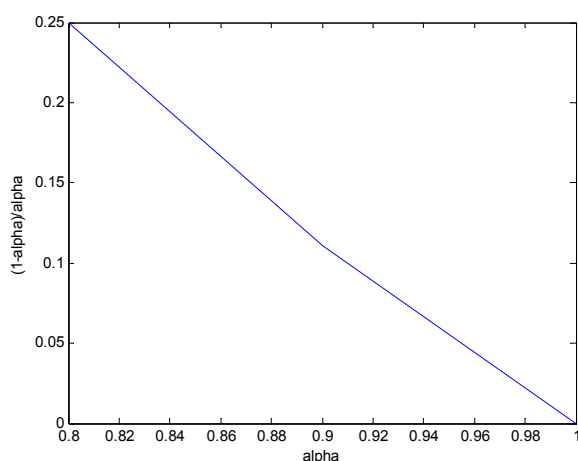
$$\frac{C'_P}{C'_R} \left| \frac{\Delta T_P}{\Delta T_R} \right| < 0.25 \quad (16)$$

considerati i segni di ΔT_P e ΔT_R insiti nella proposta del premio Nobel.

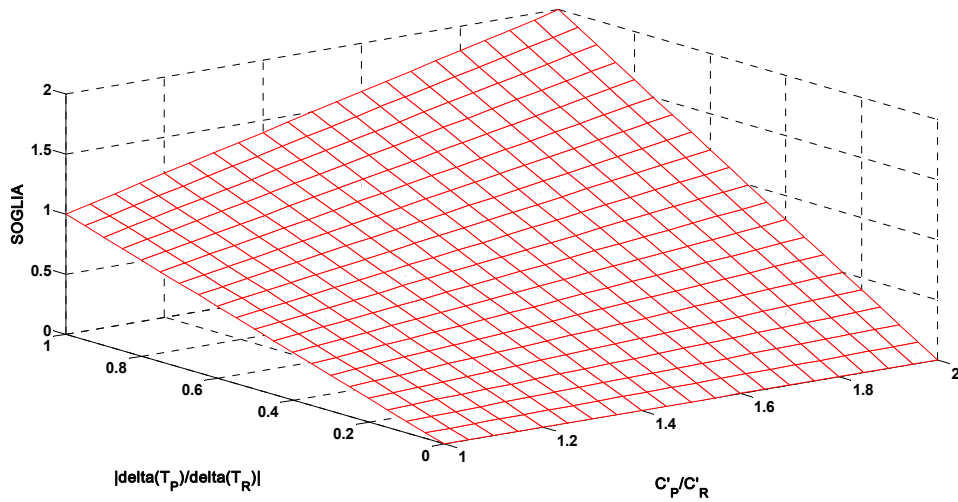
Si osservi ora il seguente grafico:



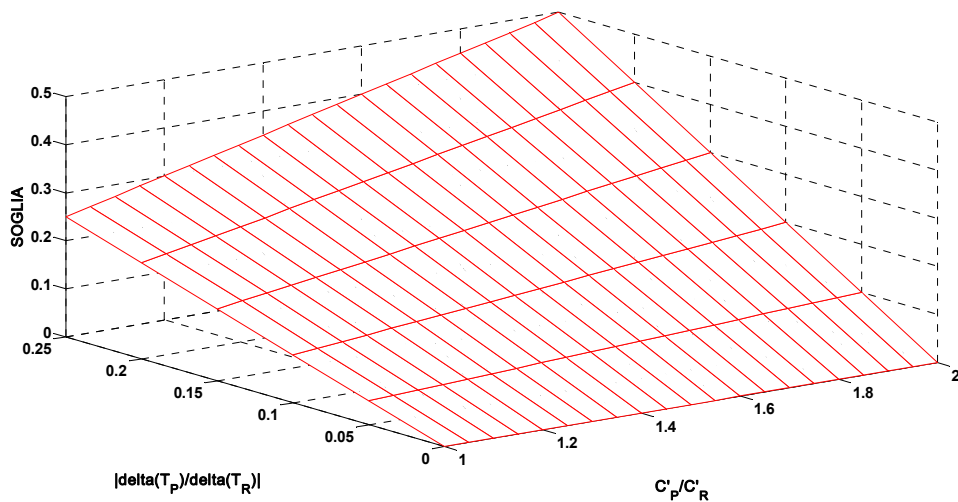
Se la proporzione di individui appartenenti alla classe meno abbiente è bassa, il rapporto $\frac{1-\alpha}{\alpha}$ è elevato. Tale rapporto decresce all'aumentare del numero di individui appartenenti alla fascia di reddito meno abbiente (ipotesi verosimile). Si comprende immediatamente il motivo per cui, per il valore stabilito di $\alpha = 0.8$, si ottenga che $\frac{1-\alpha}{\alpha} = 0.25$:



Si analizzi infine il grafico tridimensionale:



Il grafico 3D descrive come vari il valore della funzione $z = \frac{C'_P}{C'_R} \left| \frac{\Delta T_P}{\Delta T_R} \right|$ al variare dei suoi due argomenti, $\frac{C'_P}{C'_R} > 1$ e $\left| \frac{\Delta T_P}{\Delta T_R} \right| > 0$. Affinchè la manovra economica proposta da Stiglitz abbia successo, occorre che la condizione (16) sia vera. L'andamento della funzione è crescente rispetto ad entrambe le variabile indipendenti. Per individuare dove la (16) sia valida, è necessario concentrarsi sulle zone meno "elevate" della funzione. Un opportuno ingrandimento contribuisce ad una corretta interpretazione delle implicazioni economiche in questione:



Lungo l'asse indicato con il rapporto $\frac{C'_P}{C'_R}$ sono riportati solo valori compresi tra 1 e 2. Come brevemente ricordato in precedenza, la teoria economia suggerisce che tale rapporto

sia maggiore di uno, ma l'evidenza empirica non conferma in maniera univoca alcun valore significativamente diverso dall'unità. Per quanto riguarda questa variabile, ci si concentri dunque sui valori prossimi al limite inferiore dell'intervallo di riferimento.

Per soddisfare la (16) ed ottenere un valore della funzione z al di sotto della soglia di 0.25, anche per valori di $\frac{C'_P}{C'_R}$ prossimi ad uno, occorre quindi che il rapporto $\left| \frac{\Delta T_P}{\Delta T_R} \right|$ sia inferiore (in valore assoluto; si tenga conto infatti del segno meno presente nella condizione (16)) ad una fascia di valori intorno a 0.2. In termini propriamente economici, la riforma fiscale deve contenere elementi di progressività tali da implicare un aumento assoluto della pressione su ciascun individuo appartenente al ceto elevato almeno cinque volte superiore¹³ al risparmio fiscale a vantaggio di ciascun individuo presente nella classe dei meno abbienti. Se si considerano valori di α più bassi dello 0.2 ipotizzato fino ad'ora, la progressività del sistema fiscale dovrà essere ancora più accentuata per poter produrre significativi effetti benefici in termini di bilancia commerciale. In tutti gli altri casi, un sistema fiscale poco progressivo implicherebbe il superamento della soglia richiesta dalla (16) e si tramuterebbe in un incremento dei consumi privati che, come messo in evidenza dallo stesso Mankiw e come implicato dalla (7), sarebbe controproducente in relazione al problema degli squilibri nei flussi di capitale internazionali.

5 Conclusioni

Il lettore attento avrà notato che la simulazione proposta assume che le modifiche introdotte dalla riforma fiscale non abbiano impatto sul reddito delle due categorie, nè nel breve, nè nel lungo periodo. Il modello costruito si configura solo come un modello parziale: la cosa risulta, naturalmente, riduttiva ed incompleta, ma non intacca la validità dell'intuizione economica sin qui sviluppata. Se, come dimostrato a livello empirico in diversi studi, il reddito totale dovesse invece essere influenzato negativamente dalla maggiore progressività delle imposte, non solo la crescita economica americana sarebbe messa in serio pericolo, ma la soluzione al disavanzo commerciale diventerebbe ancora meno alla portata di mano: dall'equazione (7) risulterebbe una compressione del risparmio nazionale ed uno sbilanciamento al ribasso ancora più pronunciato delle esportazioni nette, di per sè già negative.

Così come formulata nell'articolo de *The New York Times*, la strategia di Stiglitz appare contraddittoria nei mezzi in relazione ai fini da raggiungere. Pur volendone implementare i

¹³La grandezza ha solo un significato qualitativo dipendente dalle ipotesi semplificative adottate nel modello. Per ottenere una stima veritiera occorrerebbe un'analisi di tipo empirico, non tra gli obiettivi di questo lavoro.

contenuti essenziali e generalizzando le implicazioni del semplice modello proposto, i miglioramenti auspicabili in termini di bilancia commerciale sarebbero difficilmente raggiungibili a causa dei costi politici e sociali associati alla necessaria introduzione di un sistema fiscale estremamente progressivo. Se non sufficientemente progressiva infatti, la riforma non migliorerebbe le esportazioni nette perchè non in grado di ridurre i consumi a sufficienza¹⁴ e di innalzare il livello di risparmio nazionale. Inoltre, l'aumentata progressività dell'imposizione avrebbe probabilmente effetti perversi a lungo termine: ad un miglioramento della bilancia nel breve potrebbe corrispondere un rallentamento economico di lungo periodo in termini di tassi di crescita, diretta conseguenza dell'eccessivo drenaggio di risorse a danno delle classi più produttive per la realizzazione di obiettivi redistributivi discutibili e di dubbia efficacia; verosimilmente inutili per far rientrare strutturalmente gli USA da un deficit commerciale preoccupante, deleteri per le casse federali in quanto potenziale fonte di minor gettito e per i risparmi nazionali per la conseguente e quasi inevitabile contrazione del reddito complessivo.

In conclusione, le soluzioni che potrebbero, invece, significativamente migliorare la bilancia commerciale statunitense, ed evitare nel medio-lungo periodo una crisi finanziaria su larga scala, restano quelle descritte nel corrispondente paragrafo di questo lavoro. Esse rappresentano una sfida per gli americani, ma sono sicuramente alla portata di un Paese come gli Stati Uniti. Oltre che ad auspicare un cambiamento strutturale nelle dinamiche dei flussi di capitale attualmente sbilanciati verso i propri lidi, gli USA hanno però la necessità ed il dovere politico di intervenire in maniera decisa sul lato della spesa pubblica per ridurre considerevolmente la domanda interna e per prevenire i possibili e pericolosi sviluppi futuri associati a variabili demografiche, quali l'aumento della popolazione in età pensionabile. Come proposto, andrebbero ridimensionati innanzitutto i capitoli riguardanti i finanziamenti bellici e riformati urgentemente i sistemi previdenziale e sanitario per evitare che tali voci comincino a pesare troppo sui bilanci federali.

6 Bibliografia

1. Blanchard, Olivier (2005). *"Macroeconomics"*; Prentice Hall, 4a edizione;
2. Mankiw, Gregory (2006). *"Principles of Macroeconomics"*; South-Western College Pub, 4a edizione;

¹⁴Inspiegabilmente, almeno tenendo presente quale sia la questione da risolvere, Stiglitz si augura che i consumi aumentino.

3. Mankiw, Gregory (2006). *"Stiglitz on Global Imbalances"*; Greg Mankiw's Blog - Random Observations for Students of Economics, 3 ottobre 2006;
4. Stiglitz, Joseph E. (2006). *"How to Fix the Global Economy"*; The New York Times, 3 ottobre 2006.