



# *MMT Primer*

di *L. Randall Wray*

**Blog** **03**

**rete****mmt**

[www.retemmt.it](http://www.retemmt.it)



***Saldi settoriali USA  
recenti:  
Goldilocks, il global crash,  
e la tempesta fiscale  
perfetta***

***di L. Randall Wray***

*Postato il 19 giugno 2011*



---

**N**el blog precedente abbiamo fatto un po' di **lifting pesante**. A meno che siate un nerd dell'economia o della contabilità, l'avrete trovato piuttosto noioso. Questa settimana ci prenderemo una piccola pausa dalla contabilità pura, e applicheremo quello che abbiamo imparato ad un esempio del mondo reale. Ormai, i lettori di lunga data sono abbastanza familiari con l'approccio NEP [New Economic Perspectives, NdT] alla CFG (crisi finanziaria globale).

Vediamo di rivisitare la Goldilocks economy [un'economia "né troppo calda né troppo fredda", con un tasso di crescita moderato tale da non generare inflazione e da rendere quindi il mercato non restio al ricorso alla politica monetaria; fonte: [http://en.wikipedia.org/wiki/Goldilocks\\_economy](http://en.wikipedia.org/wiki/Goldilocks_economy), NdT] dell'epoca Clinton per ritrovare, usando il nostro approccio dei saldi settoriali, i semi della CFG.

Per essere chiari, quanto segue usa la nostra identità dei saldi settoriali insieme a qualche dato relativo al mondo reale per fornire un'interpretazione delle cause del crollo. Come sempre, le interpretazioni sono soggette a disaccordo. L'identità e i dati invece no (potete sempre iniziare l'analisi con altre identità e altri dati, ovviamente). La prossima settimana torneremo alla contabilità.



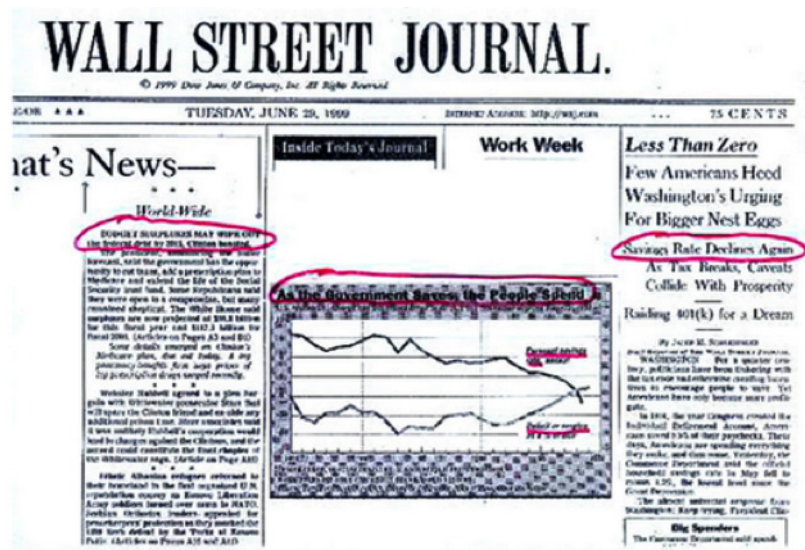
Nel 2002 scrissi un paper in cui annunciavo che le forze erano allineate in modo tale da creare la tempesta fiscale perfetta (noto che in tempi recenti qualche analista - compreso Nouriel Roubini - ha ripreso quella terminologia). Ciò di cui stavo parlando era una crisi di bilancio a livello delle amministrazioni statali e locali. Ho riconosciuto che l'economia dell'epoca era in una bolla, spinta da ciò che percepii come un'insostenibile spesa a deficit da parte del settore privato - che stava spendendo più del proprio reddito sin dal 1996. Come ora sappiamo la annunciavi troppo presto - il settore privato continuò a spendere più del proprio reddito fino al 2006. Poi l'economia crollò - vittima degli eccessi. Ciò che non avevo capito una decina di anni fa era quanto corrotta fosse diventata Wall Street. Lasciò che la bolla di debito superasse ogni sorta di frode creditizia; ora ne stiamo pagando le conseguenze.

Tuttavia, vale la pena tornare al cosiddetto periodo "Goldilocks" (da metà a fine anni '90, descritti come "semplicemente perfetti", con un tasso di crescita abbastanza forte da mantenere bassa la disoccupazione, ma - allo stesso tempo - non tanto elevato da causare un aumento del tasso di inflazione) per osservare perché gli economisti e i *policymaker* ancora se la prendono male. Come feci notare in quel precedente paper:

*È ironico che il 29 giugno 1999 il Wall Street Journal pubblicò due lunghi articoli, uno millantando che i surplus di bilancio pubblico avrebbero spazzato via il debito nazionale ad aumentato il risparmio nazionale - e l'altro domandandosi dubbioso perché il risparmio privato fosse divenuto negativo. La didascalia di un grafico che mostrava [l'andamento del, NdT] risparmio privato e i deficit/surplus pubblici proclamava "Mentre lo Stato risparmia, la gente spende" (la prima pagina del Wall Street Journal è riprodotta qui sotto). Quasi nessuno all'epoca (né da allora!) riconobbe la necessaria relazione tra queste due [variabili, NdT] che è implicata dai bilanci aggregati. Sin dal rallentamento economico che cominciò alla fine del 2000, il bilancio pubblico ha invertito la sua tendenza, chiudendosi con un deficit che lo scorso trimestre ha raggiunto il livello del 3,5% del Pil, mentre il saldo finanziario del settore privato è migliorato, raggiungendo un livello di deficit dell'1% del Pil. Finché il deficit della bilancia dei pagamenti rimane nel range del 4-5% del Pil, il settore privato non si potrà realizzare un surplus finché il deficit di bilancio federale non aumenterà oltre il 5% del Pil (come vedremo tra un momento, l'amministrazione statale e locale continuerà a realizzare surplus aggregati, aumentando il livello di deficit federale necessario). Durante una recessione il settore privato registra normalmente un surplus di almeno il 3% del Pil; considerato il deficit della nostra bilancia commerciale, ciò implica che - se il futuro riserva una profonda recessione - il deficit federale aumenterà al 7% o più. A quel punto il Wall Street Journal castigherà senza dubbio: "Mentre la gente risparmia, lo Stato spende", reclamando un atteggiamento fiscale più austero per aumentare il risparmio nazionale!*

*Rivolgendo l'attenzione allo scenario internazionale, si dovrebbe notare che la crescita Goldilocks degli USA non è stata unica nella sua tipologia. I bilanci del settore [p]ubblico in gran parte dei Paesi OECD si sono ridotti considerevolmente nell'ultimo decennio - almeno in parte a causa di tentativi di essere in linea con il Washington Consensus (e per l'area Euro, in linea con i dettami dei criteri di Maastricht) (il Giappone, ovviamente, si erge come l'abbagliante eccezione - ebbe grandi surplus di bilancio al finire degli anni '80, prima di collassare in una prolungata recessione che spazzò via le entrate dello Stato e diede luogo ad un deficit pubblico di circa il 9% del Pil). Bilanci pubblici ridotti implicarono un deterioramento dei saldi del settore privato. Ad eccezione dei Paesi che poterono realizzare surplus commerciali considerevoli, l'austerità fiscale nel mondo ha dato necessariamente luogo*

a saldi più fragili del settore privato. Infatti Canada, Regno Unito ed Australia ad un certo punto, quasi all'inizio del nuovo millennio, ebbero tutti il settore privato in deficit.



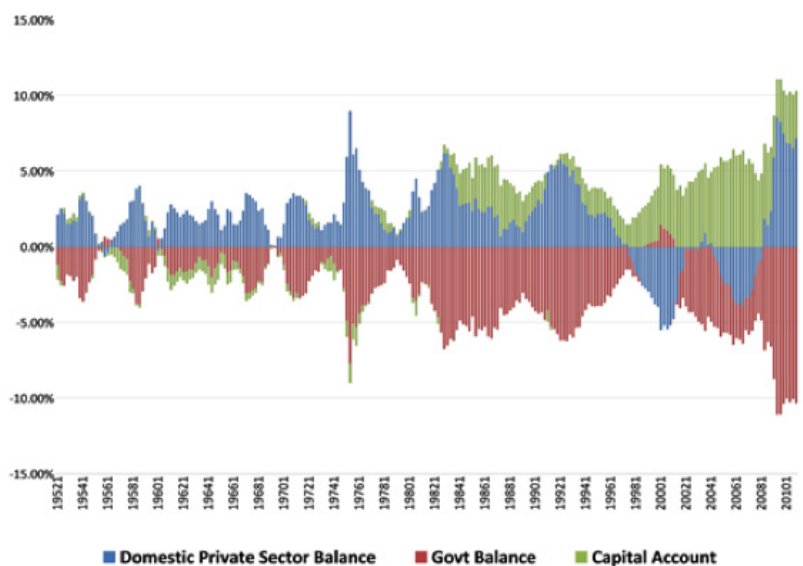
(Fonte: L. Randall Wray, "The Perfect Fiscal Storm" 2002, disponibile a [http://www.epicoalition.org/docs/perfect\\_fiscal\\_storm.htm](http://www.epicoalition.org/docs/perfect_fiscal_storm.htm))

Rivisitiamo "Goldilocks" e vediamo che lezioni possiamo imparare da "questa tipologia di sistema economico" che ci aiutino a comprendere il Collasso Finanziario Globale che iniziò nel 2007. Come ora sappiamo, le mie proiezioni di breve periodo che predicavano la caduta di Goldilocks in una recessione non erano troppo distanti [dalla realtà, NdT], ma le proiezioni di medio termine erano errate. Il deficit di Bush aumentò al 5% del Pil, aiutando l'economia a recuperare. Ma poi il settore privato tornò ad avere fortissimi deficit, mentre la frode creditizia alimentò un boom degli immobili del settore immobiliare e dei consumi [finanziato dagli home equity loan [un mutuo in cui il debitore usa come collaterale il valore "home equity" della sua

abitazione, ossia la differenza tra il suo attuale valore di mercato e quello del debito restante sull'acquisto della stessa; fonte: [http://www.businessdictionary.com/definition/home-equity-](http://www.businessdictionary.com/definition/home-equity-loan.html)

loan.html, NdT]. Si veda il grafico seguente (ringrazio Scott Fullwiler). Notare che abbiamo diviso ciascun saldo settoriale per il Pil (poiché stiamo dividendo ciascun saldo per lo stesso numero - il Pil - questo non

Sector Financial Balances as a % of GDP, 1952q1 to 2010q4



modifica le relazioni; semplicemente “ridimensiona in scala” i saldi). È un utile ridimensionamento, che useremo spesso nel MMP [*Modern Money Primer, NdT*]. Poiché gran parte dei dati macroeconomici tende a crescere nel tempo, dividerli per il Pil rende più semplice la loro rappresentazione grafica (e anziché avere a che fare con migliaia di miliardi di Dollari - così tanti zeri! - esprimiamo ogni cosa come percentuale della spesa totale).

Quel grafico mostra l’“immagine speculare”: un deficit pubblico dal 1980 fino agli anni Goldilocks è l’immagine speculare della somma del surplus del settore privato nazionale con il nostro deficit delle partite correnti (mostrato come numero positivo visto che riflette un saldo positivo in conto capitale - il resto del mondo ha un saldo finanziario positivo nei nostri confronti) (Nota: il grafico conferma ciò che abbiamo imparato nel Blog #2: la somma dei deficit e dei surplus dei tre settori dev’essere pari a zero). Durante gli anni di Clinton, siccome il saldo pubblico era in surplus, era il deficit del settore privato ad essere immagine speculare del surplus di bilancio più il deficit delle partite correnti.

Quell’immagine speculare è quella che il Wall Street Journal non riuscì a cogliere - e che quasi nessuno capisce eccetto coloro che seguono l’approccio della Moneta Moderna, così come i ricercatori del Levy Economic Institute che hanno usato l’approccio dei saldi settoriali di Wynne Godley. Dopo il collasso finanziario il settore privato interno si spostò bruscamente in direzione

di un ampio surplus (ciò che fa normalmente in recessione), il deficit delle partite correnti crollò (visto che i consumatori acquistarono meno prodotti importati) e il deficit di bilancio [*pubblico, NdT*] aumentò, principalmente perché i proventi delle tasse crollarono con il crollo delle vendite nel mercato interno e dell’occupazione.

Sfortunatamente, proprio come i policymaker hanno imparato le lezioni sbagliate dai surplus di bilancio dell’amministrazione Clinton - pensando che i surplus del bilancio federale fossero una gran cosa, quando erano semplicemente l’altra faccia della spesa a deficit del settore privato - ora essi stanno imparando le lezioni sbagliate dal crollo globale successivo al 2007. Sono riusciti a convincersi che tutto sia stato provocato dallo spreco del settore pubblico. Questo ha spinto a sua volta a prevedere tagli alla spesa (e, più raramente, aumento delle tasse) per ridurre i deficit di bilancio in molti Paesi del mondo (in particolare negli USA e nel Regno Unito).

La realtà è differente: l’eccesso di Wall Street ha portato ad un

eccessivo debito del settore privato, che ha fatto crollare l’economia e ridotto il gettito fiscale. Questo ha provocato un terribile aumento dei deficit pubblici a livello federale {In quanto emettitore di valuta sovrana, il Governo federale non è soggetto a vincoli di solvibilità (per ora i lettori dovranno prendere questa affermazione per buona - è l’argomento di prossimi blog del MMP)}. Tuttavia, la recessione ha colpito le entrate pubbliche statali e locali. Perciò essi hanno risposto tagliando la spesa, licenziando lavoratori, e cercando gettito.

La tempesta fiscale che ha ucciso i bilanci statali è la stessa tempesta fiscale che ha creato i deficit di bilancio federale mostrati nel grafico precedente. Un’economia non può perdere l’8% circa di Pil (per via di tagli alla spesa da parte di famiglie, imprese e amministrazioni locali e statali) ed oltre 8 milioni di posti di lavoro senza impattare negativamente sui bilanci pubblici. Il gettito fiscale è collassato a un ritmo storico. I deficit federali, statali e locali non scenderanno fino al ritorno di una robusta ripresa - concludendo la tempesta fiscale perfetta.



La robusta ripresa ridurrà il deficit complessivo del settore pubblico via via che il settore privato ridurrà il proprio surplus di bilancio. È probabile che il nostro deficit delle partite correnti aumenterà un poco quando ci riprenderemo. Se volete tirare ad indovinare come apparirà la nostra “immagine speculare” nel grafico, dopo la ripresa economica, io azzarderei che torneremo vicino alla nostra media di lungo periodo: un surplus del settore privato del 2% del Pil, un deficit delle partite correnti del 3% del Pil ed un deficit pubblico del 5% del Pil. Nella nostra semplice equazione apparirà così:

$$\begin{array}{c} \text{Saldo Privato } (+2) \\ + \\ \text{Saldo Pubblico } (-5) \\ + \\ \text{Saldo Estero } (+3) \\ = \\ \mathbf{0} \end{array}$$

**E così siamo tornati al concetto di zero!**

*Traduzione di Andrea Sorrentino  
Supervisione di Maria Consiglia Di Fonzo*

***www.retemmt.it***