

Quel buco nero chiamato fiscal cliff

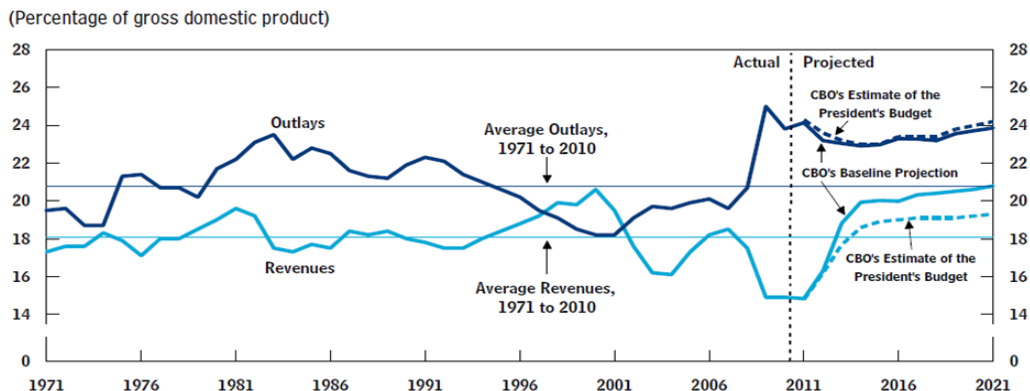
Nell'agenda del rieletto presidente Obama è sicuramente l'argomento più importante da affrontare entro la fine dell'anno. Il punto da cui dipenderà buona parte dell'evoluzione dell'economia a stelle e strisce nei prossimi trimestri. Stiamo parlando del cosiddetto fiscal cliff, termine utilizzato per la prima volta da Ben Bernanke nel gennaio scorso per indicare il precipizio che si materializzerebbe a partire dal primo gennaio 2013 per effetto della scadenza degli incentivi di natura fiscale introdotti da Bush a partire dal 2001 (the "Bush Tax Act") e rinnovati poi dallo stesso Obama nel 2010 con il "Tax Relief Act" allo scopo di stimolare la ripresa economica in seguito alle crisi innescatesi nel 2001 e 2008.

La fine automatica di tali politiche di incentivi fiscali rientra nel generale piano di contenimento del deficit federale, il quale, proprio a causa di anni di politiche di aumento di spesa sociale e riduzione generalizzata della pressione fiscale, ha portato ad un progressivo aumento del debito pubblico USA fino al livello attuale del 104% del PIL.

Ma perché la questione del fiscal cliff rischia di segnare le sorti degli USA e, in prospettiva, quelle della crescita economica mondiale? Basta una schietta analisi di alcuni parametri macroeconomici per capire quali sfide si troverà davanti il presidente appena riconfermato.

Il grafico seguente mostra la storia del deficit pubblico federale (Revenues meno Outlays) negli ultimi 40 anni, con le proiezioni del Congressional Budget Office (CBO) per il prossimo decennio (Baseline Projection).

CBO – Revenues and Outlays as % GDP



Source: CBO – Analysis of the President's Budgetary Proposals for 2012

Il governo federale ha chiuso in deficit 36 volte su 40 (solo nel periodo 1998-2001 si è registrato un surplus) : a partire dal 2001 il deficit si è ampliato sempre più dapprima sotto la presidenza Bush figlio e poi con Obama.

Nel Gennaio del 2001 il CBO aveva stimato per il decennio 2002 – 2011 un surplus cumulativo di circa 5,6 trilioni \$; in realtà nello stesso periodo gli Stati Uniti hanno registrato un deficit totale pari a 6,1 trilioni \$, che ha portato ad un incremento del debito di circa 11,7 trilioni \$, fino agli attuali 16 trilioni. In rapporto al Pil il debito è aumentato dal 57% del 2001 all'attuale 104%.

I motivi che hanno condotto a tale situazione vanno ricercati negli eventi che hanno caratterizzato gli ultimi 10 anni di storia; possiamo sintetizzarli nei seguenti punti:

- Scenario economico sfavorevole, (due recessioni mondiali), entrate fiscali minori e maggiori spese per assistenza sociale (3,5 trilioni \$)
- Tagli fiscali operati da Bush a partire dal 2001 (1,6 trilioni \$)
- Aumento budget per la difesa (1,5 trilioni \$)
- Guerre in Afganistan e Iraq (1,4 trillions \$)
- Aumento spesa per interessi sul debito (1,4 trillions \$)
- Politiche fiscali e di spesa espansive operate da Obama a partire dal 2008 (0,9 trilioni \$)

Negli ultimi due anni il deficit USA ha raggiunto valori record per la storia recente del paese, risultando pari a -8,7% nel 2011 e -7,3% previsto per quest'anno. Con una crescita del Pil che mediamente è risultata attorno al 2%, il risultato è stato un notevole aumento del debito pubblico rispetto al Pil, passato in due anni dall' 89% a oltre il 104% attuale (era dalla fine della seconda guerra mondiale che il debito non superava il 100%)

La dinamica fortemente negativa del deficit Usa ha portato alla crisi dell'agosto 2011, quando la necessità di rivedere il tetto massimo del debito al fine di consentire l'emissione di nuovi titoli, pena l'avvio di tagli automatici della spesa pubblica nei confronti delle principali strutture governative, portò ad un duro scontro politico al Congresso, risolto con l'approvazione del cosiddetto Budget Control Act, una serie di misure rivolte al contenimento progressivo del deficit federale nel decennio in avanti. La crisi portò come conseguenza la perdita della tripla A da parte di S&P, per la prima volta nella storia degli Stati Uniti.

Le nuove previsioni elaborate dal CBO nell'agosto del 2012 proiettano le stime di deficit federale nello scenario previsto dal Budget Control Act del 2011; l'analisi della tabella sottostante illustra come la dinamica del deficit preveda, in base alle politiche approvate, un rientro sostanziale nel prossimo decennio con un brusco calo proprio nel 2013, per effetto della scadenza delle politiche straordinarie fatte di tagli all'imposizione fiscale e maggiori spese sociali (che insieme peserebbero sulle famiglie e sulle imprese americane per circa 600 mld \$). L'effetto combinato di maggiori entrate e minori uscite si tradurrebbe in un miglioramento del deficit di oltre 480 mld \$, il che significa da -7,3% a -4% in rapporto al PIL.

Table 1-1. Return to Reference
CBO's Baseline Budget Projections

	Actual,											Total		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2013-2017	2013-2022
In Billions of Dollars														
Revenues														
Individual income taxes	1,091	1,123	1,425	1,543	1,719	1,886	2,069	2,234	2,387	2,542	2,704	2,870	8,642	21,379
Social insurance taxes	819	851	958	1,020	1,074	1,143	1,217	1,289	1,351	1,412	1,474	1,539	5,411	12,476
Corporate income taxes	181	235	298	363	440	482	491	488	475	473	478	489	2,074	4,477
Other	212	225	232	283	308	307	305	317	338	363	382	398	1,434	3,232
Total	2,303	2,435	2,913	3,208	3,541	3,817	4,083	4,328	4,551	4,790	5,039	5,295	17,562	41,565
On-budget	1,738	1,863	2,240	2,479	2,772	2,998	3,209	3,401	3,577	3,771	3,975	4,187	13,699	32,608
Off-budget ²	566	572	673	729	768	819	874	927	974	1,019	1,064	1,108	3,863	8,957
Outlays														
Mandatory	2,027	2,053	2,105	2,174	2,311	2,499	2,617	2,738	2,926	3,104	3,296	3,555	11,705	27,324
Discretionary	1,346	1,289	1,231	1,194	1,199	1,220	1,236	1,253	1,286	1,316	1,346	1,384	6,079	12,664
Net interest	230	220	218	227	244	284	354	416	470	512	541	570	1,327	3,835
Total	3,603	3,563	3,554	3,595	3,754	4,003	4,206	4,407	4,681	4,932	5,183	5,509	19,111	43,823
On-budget	3,104	3,055	2,919	2,885	2,993	3,191	3,341	3,489	3,707	3,897	4,083	4,341	15,328	34,844
Off-budget ²	499	507	635	710	761	812	865	919	974	1,035	1,099	1,168	3,783	8,979
Deficit (-) or Surplus	-1,300	-1,128	-641	-387	-213	-186	-123	-79	-130	-142	-144	-213	-1,549	-2,258
On-budget	-1,367	-1,192	-679	-405	-220	-193	-132	-88	-130	-126	-109	-154	-1,629	-2,236
Off-budget ²	67	64	38	19	7	7	9	9	*	-16	-36	-59	80	-22
Debt Held by the Public	10,128	11,318	12,064	12,545	12,861	13,144	13,371	13,536	13,746	13,964	14,181	14,464	n.a.	n.a.
Memorandum:														
Gross Domestic Product	14,953	15,538	15,855	16,386	17,435	18,571	19,695	20,774	21,760	22,737	23,719	24,730	87,942	201,663
As a Percentage of Gross Domestic Product														
Revenues														
Individual income taxes	7.3	7.2	9.0	9.4	9.9	10.2	10.5	10.8	11.0	11.2	11.4	11.6	9.8	10.6
Social insurance taxes	5.5	5.5	6.0	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
Corporate income taxes	1.2	1.5	1.9	2.2	2.5	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.4	2.2
Other	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Total	15.4	15.7	18.4	19.6	20.3	20.6	20.7	20.8	20.9	21.1	21.2	21.4	20.0	20.6
On-budget	11.6	12.0	14.1	15.1	15.9	16.1	16.3	16.4	16.4	16.6	16.8	16.9	15.6	16.2
Off-budget ²	3.8	3.7	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4
Outlays														
Mandatory	13.6	13.2	13.3	13.3	13.3	13.5	13.3	13.2	13.4	13.7	13.9	14.4	13.3	13.5
Discretionary	9.0	8.3	7.8	7.3	6.9	6.6	6.3	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	6.9	6.3
Net interest	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.8	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3	1.5	1.9
Total	24.1	22.9	22.4	21.9	21.5	21.6	21.4	21.2	21.5	21.7	21.8	22.3	21.7	21.7
On-budget	20.8	19.7	18.4	17.6	17.2	17.2	17.0	16.8	17.0	17.1	17.2	17.6	17.4	17.3
Off-budget ²	3.3	3.3	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5	4.6	4.6	4.7	4.3	4.5
Deficit (-) or Surplus	-8.7	-7.3	-4.0	-2.4	-1.2	-1.0	-0.6	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.9	-1.8	-1.1
On-budget	-9.1	-7.7	-4.3	-2.5	-1.3	-1.0	-0.7	-0.4	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-1.9	-1.1
Off-budget ²	0.4	0.4	0.2	**	**	**	**	**	**	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	**
Debt Held by the Public	67.7	72.8	76.1	76.6	73.8	70.8	67.9	65.2	63.2	61.4	59.8	58.5	n.a.	n.a.

In altre parole il l'aggiustamento di bilancio previsto nei prossimi 6 anni sarebbe operato per quasi la metà nel solo anno 2013 per effetto delle politiche già approvate, innescando così un effetto recessivo in grado di provocare una contrazione già nel prossimo anno.

Lo stesso CBO ha infatti elaborato l'impatto che tale variazione nel deficit provocherà nell'economia Usa l'anno prossimo rispetto allo scenario in cui lo stesso deficit rimanga più o meno costante.

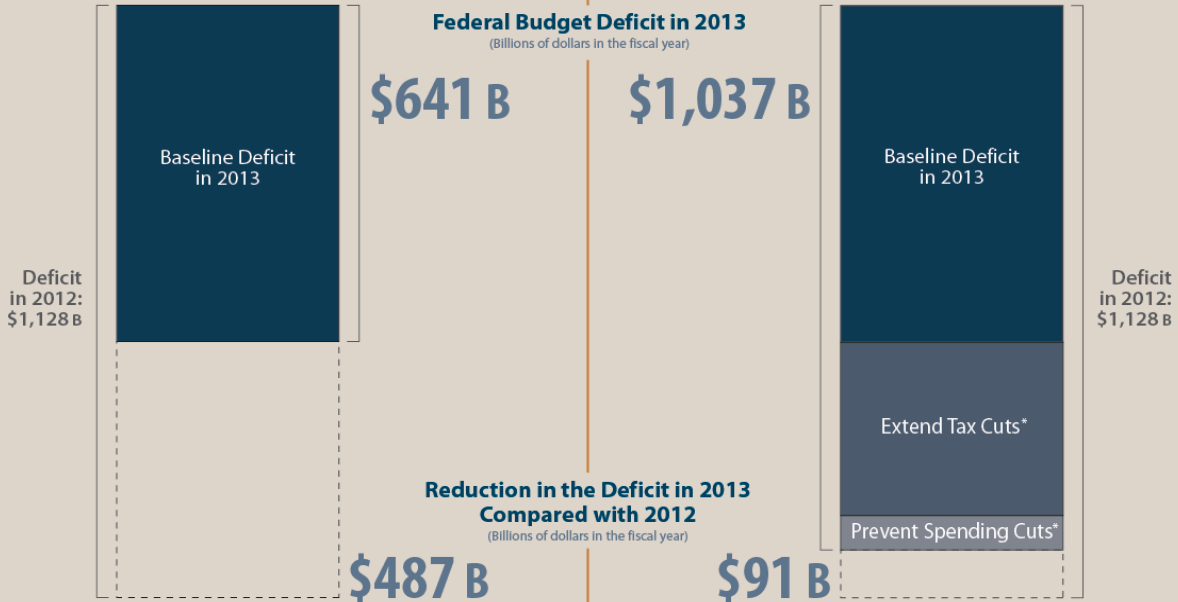
CBO's August 2012 Baseline

Reflects the assumption that current laws generally remain unchanged, implying that lawmakers will allow tax increases and spending cuts scheduled under current law to occur and that they will forgo measures routinely taken in the past to avoid such changes.

An Alternative Fiscal Scenario

Maintains what might be deemed current policies, as opposed to current laws, implying that lawmakers will extend most tax cuts and other forms of tax relief currently in place but set to expire and that they will prevent automatic spending reductions and certain spending restraints from occurring.

The Deficit in 2013 Compared with 2012



The Economy in 2013

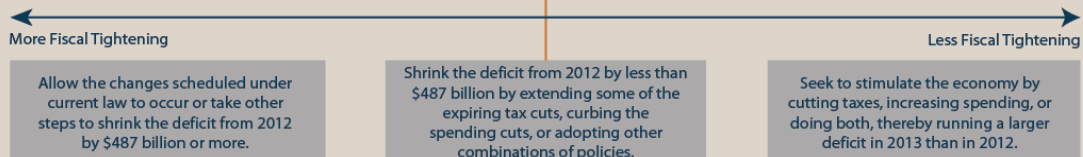


The Path of Federal Debt Through 2022



A Broad Spectrum of Fiscal Policy Choices

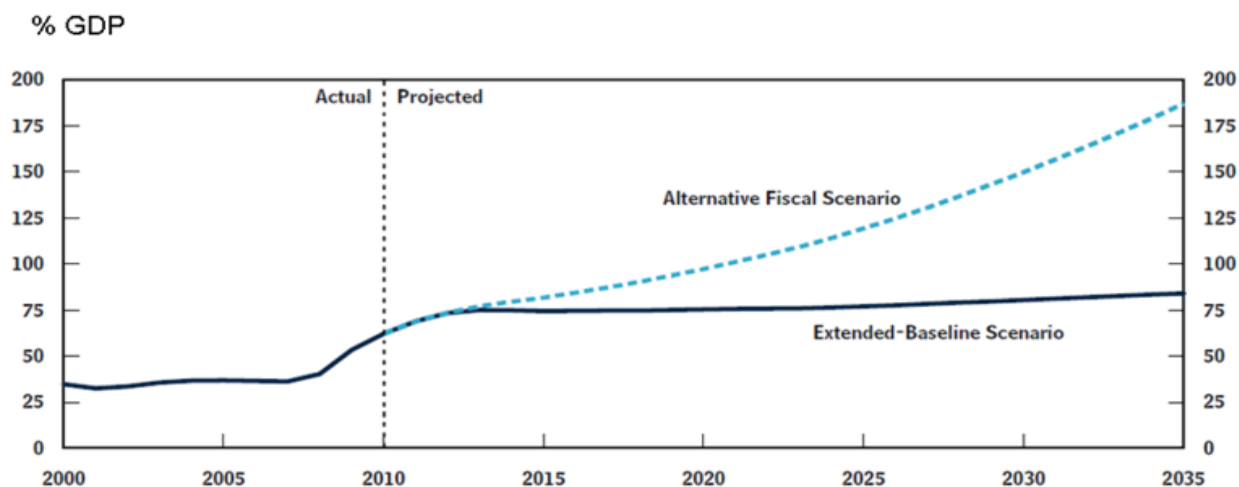
Decisions for 2013



Nell'ipotesi che l'aggiustamento fiscale venga lasciato invariato, il fiscal cliff agirebbe come una pesante manovra recessiva sull'economia USA, facendola contrarre di circa lo 0,5% con una disoccupazione che risalirebbe dall'8 ad oltre il 9%. Insomma un effetto in grado di arrestare la debole economia a stelle e strisce con effetti immediatamente negativi verso le principali macroeconomie mondiali che sfruttano l'effetto ripresa d'oltreoceano per trainare il proprio export.

Lasciare invece il budget federale invariato, eliminando quindi l'aggiustamento del fiscal cliff, significherebbe secondo il CBO una crescita nel 2013 pari a circa 1,7%, in linea con il potenziale mostrato dopo la caduta dovuta alla crisi del 2008-2009. Ma l'abbandono delle politiche di contenimento della spesa pubblica comporterebbe una continua espansione del debito, fattibile solo se la FED continua in massicce politiche di quantitative easing; tuttavia, oltre alle resistenze interne dei repubblicani nell'attuale senza sosta politiche monetarie ultra-espansive, bisognerebbe considerare anche i nuovi rapporti di forze che si stanno verificando tra le principali economie mondiali: ciò significa che il dollaro statunitense potrebbe progressivamente perdere di importanza come valuta di riferimento negli scambi internazionali e come riserva di valore.

CBO – Debt Held By the Public Under Long-Term Scenarios



Source: CBO – June 2011 Long-Term Budget Outlook

Barak Obama e Mitt Romney hanno espresso in campagna elettorale approcci praticamente opposti alla risoluzione del problema e in generale alla politica di gestione del deficit pubblico: mentre Obama vuole perseguire la strada di un rientro molto graduale del deficit innalzando la pressione fiscale alle classi più abbienti (la famosa Buffet Rule) e mantenendo invariata la spesa per i programmi di assistenza sociale, il suo ex sfidante ha proposto un abbattimento del disavanzo agendo principalmente sul lato della spesa, paventando l'abolizione della riforma sanitaria voluta da Obama al fine di ridimensionare

l'estensione dei piani Medicare e Medicaid per abbassare l'esorbitante costo della sanità USA.

Secondo la maggior parte degli analisti l'ipotesi più probabile è che entro la fine dell'anno il congresso raggiunga un accordo che sposti in avanti gli obiettivi del Budget Control Act, magari procedendo con diverse tappe nel corso del 2013, attraverso un insieme di misure sostanzialmente rivolte alla diminuzione dei benefici fiscali senza intaccare più di tanto la spesa sanitaria e quella militare.

Lo scenario sarebbe quindi quello di spostare in avanti nel tempo il problema, frazionandolo in numerosi piccoli fiscal cliff nei prossimi anni. C'è da vedere se nel frattempo anche le altre agenzie di rating manterranno la tripla A agli Stati Uniti o se, come minacciato, taglieranno il loro giudizio per via del probabile ed inevitabile rallentamento più o meno marcato dell'economia.