



NOTA DAL CSC

Gli USA battono l'Eurozona con politiche di bilancio pubblico più espansive

Il PIL USA nel 2014 ha superato del 10,1% il livello pre-crisi, quello dell'Area euro è dello 0,9% inferiore. Ciò è spiegato anche dalle diverse politiche di bilancio adottate. Tra il 2007 e il 2010 gli Stati Uniti hanno finanziato in deficit uno straordinario aumento della spesa pubblica.

Alessandro Fontana e Matteo Pignatti

Negli ultimi tre anni si è ampliato in modo consistente il differenziale di crescita del PIL tra Area euro e Stati Uniti: il tasso di crescita medio negli USA è stato del 2,3%, nell'Eurozona di -0,1%.

Le diverse politiche di bilancio forniscono una importante spiegazione del divario tra le performance economiche: la politica statunitense è stata molto più espansiva di quella europea per tutta la durata della crisi. In aggiunta, il rientro del deficit, negli Stati Uniti, è stato avviato davvero solo una volta consolidata la ripresa, al contrario di ciò che è avvenuto nell'Eurozona. Sebbene il differenziale di crescita del PIL dipenda anche da altri fattori (demografia, dinamica della produttività, diverso timing della risposta di politica monetaria).

Negli Stati Uniti è stato forte il contributo alla crescita del PIL della spesa pubblica, soprattutto nella fase iniziale della crisi: +53,1% a prezzi costanti nel 2010 rispetto al 2006, ultimo anno pre-crisi, pari a 13,6 punti di PIL. Il parziale rientro del deficit, invece, è stato ottenuto mantenendo ferma la spesa reale e incassando maggiori entrate grazie alla ripresa dell'attività economica: +32,3% nel 2014 sul 2009 a prezzi costanti (di cui due terzi a partire dal 2012) ma mantenendo l'incidenza sul PIL al 33,3%, stesso livello dell'ultimo anno pre-crisi. Al contrario, nell'Eurozona, l'incidenza delle entrate fiscali è cresciuta di 1,9 punti di PIL rispetto al 2007, ultimo anno pre-crisi. Straordinario è stato l'aumento della spesa sociale negli Stati Uniti: +72,0% nel 2013 sul 2006, a prezzi costanti, più del doppio dell'Eurozona (+33,4% tra il 2014 e il 2007).

Secondo il CSC, se il Governo USA avesse lasciato crescere spese ed entrate pubbliche al trend pre-crisi, il PIL americano sarebbe sceso di 2,4 punti percentuali in più l'anno nel triennio 2007-2009 e poi sarebbe salito di 2,2 punti all'anno in più nel triennio successivo. Peraltro, è probabile che il recupero sarebbe stato più lento e comunque incompleto rispetto a quello calcolato meccanicamente, perché la maggiore caduta del PIL avrebbe ridotto il potenziale di crescita USA.

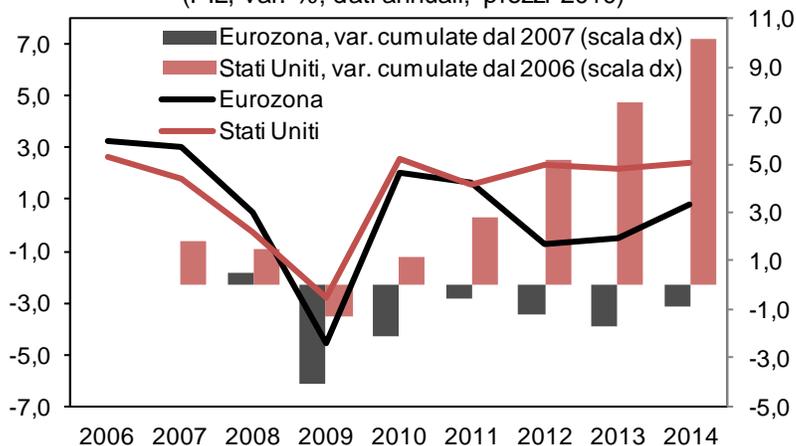
Nell'Eurozona, con l'esplosione della crisi dei debiti sovrani nel 2010, la scelta è stata di imporre l'aggiustamento dei conti pubblici: in questo modo i paesi della periferia euro, con i disavanzi e i debiti più cospicui, sono stati costretti a rientrare in modo repentino, contestuale e con enormi manovre correttive. Gelando quei germogli della ripresa che gli USA hanno saputo proteggere.

Ampio il divario di crescita Stati Uniti-Eurozona soprattutto dal 2012

Negli ultimi tre anni si è ampliato in modo consistente il differenziale di crescita del PIL tra Area euro e Stati Uniti: il tasso di crescita medio negli USA è stato del 2,3% nel periodo 2012-2014, e di -0,1% nell'Eurozona. Nel 2014 il PIL dei paesi euro è sceso dello 0,4% rispetto al 2011 mentre negli Stati Uniti, nello stesso periodo, è cresciuto del 7,1% (Figura A).

La crisi, pur essendo tecnicamente iniziata in entrambe le aree nel 2008, già dal 2007 ha manifestato i primi effetti negli Stati Uniti dove il tasso di crescita del PIL si è fermato all'1,8%, ben al di sotto della media del decennio precedente (3,3%). L'Eurozona, al contrario, nel 2007 ha registrato una crescita molto superiore a quella media: 3,1% rispetto a 2,3%.

Figura A
USA-Eurozona: dal 2012 si amplia il divario di crescita
(PIL, var. %; dati annuali; prezzi 2010)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

Prendendo a riferimento, come ultimo anno pre-crisi, il 2006 per gli USA e il 2007 per l'Eurozona, sino al 2011 il divario di crescita delle due aree è stato abbastanza contenuto: il tasso di crescita medio annuo è stato pari a -0,1% nell'Eurozona e +0,6% negli Stati Uniti.

La diversa politica di bilancio è una importante spiegazione

L'ampliamento del divario di crescita tra Stati Uniti ed Eurozona può essere spiegato da vari fattori: il diverso assetto istituzionale, le caratteristiche strutturali dell'economia, le scelte di politica monetaria e la loro efficacia, le politiche di bilancio pubblico adottate¹. È su quest'ultimo aspetto che si concentra questa Nota.

¹ Sul divario di crescita USA-Eurozona influisce anche la demografia, che però non spiega l'ampliamento del differenziale a partire dal 2012. L'espansione della popolazione statunitense, infatti, era superiore a quella europea anche prima della crisi e in seguito la differenza si è ridotta: il tasso medio di aumento della popolazione negli USA nel decennio 1996-2006 è stato dell'1,0% contro lo 0,4% nell'Eurozona; tra il 2007 e il 2014 è sceso allo 0,8% negli USA e allo 0,3% in Europa.

L'analisi del saldo primario, cioè la differenza tra le entrate e le spese pubbliche al netto degli interessi, evidenzia che dal 2008 la politica di bilancio statunitense è stata molto più espansiva di quella europea.

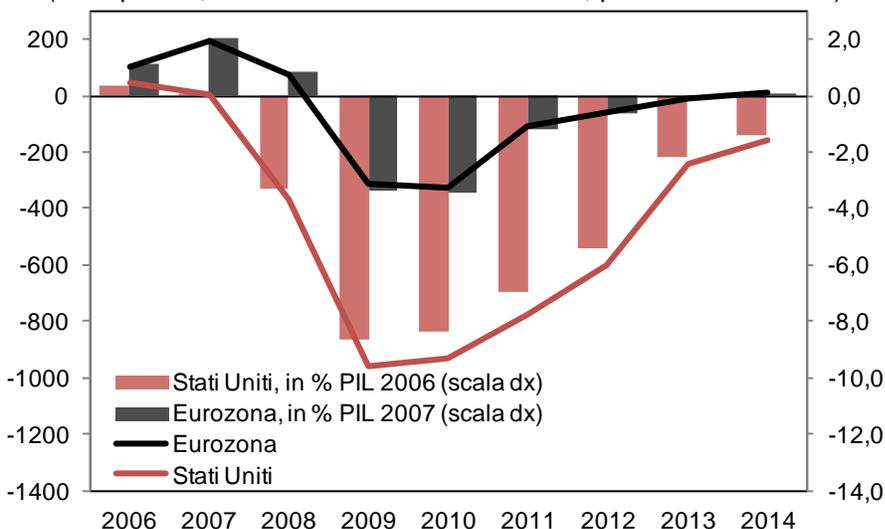
In aggiunta, il rientro del deficit, negli Stati Uniti, è stato avviato in modo consistente solo una volta consolidata la ripresa, al contrario di ciò che è avvenuto nell'Area-Euro (Figura B²). Si tratta di due aspetti cruciali che hanno influito sulla differente performance economica delle due aree negli ultimi anni.

Stati Uniti ed Eurozona, prima della crisi, presentavano entrambe un avanzo primario (44 miliardi di euro a prezzi costanti 2010 negli USA, lo 0,5% del PIL, e 193 miliardi, pari al 2,2% del PIL nell'Eurozona). Negli anni successivi, il peggioramento del saldo primario ha riguardato entrambe le economie ma è stato ben più accentuato negli Stati Uniti. Divenuto negativo nel 2008 negli USA e l'anno successivo in Europa, in termini correnti nel 2009 ha raggiunto i 1.297,1 miliardi di dollari negli Stati Uniti (9,0% del PIL), contro i 317,7 miliardi di euro nell'Eurozona (3,4% del PIL).

Dal 2010 è blandamente iniziato il rientro del deficit negli USA, mentre nell'Area-Euro è partito l'anno successivo, in modo repentino, dopo appena un anno di rimbalzo del PIL (+2,0% nel 2010): nel solo 2011 il deficit primario europeo è stato ridotto di quasi due terzi, da 323,8 miliardi di euro a 113,7. L'accelerazione del rientro americano si è avuta, invece, solo nel 2013 quando il deficit è sceso di poco meno di due terzi in un anno: da 817,7 miliardi di dollari a 330,1. Ciò è avvenuto però dopo tre anni di crescita media del PIL superiore al 2% l'anno. Tra il 2009 e il 2012 il disavanzo USA si era ridotto di poco più di un terzo in termini nominali.

Figura B

Più espansiva prima e meno restrittiva poi la politica di bilancio USA
(Saldi primari; miliardi di euro e valori in % PIL, prezzi e cambi 2010)



I valori % sono rapportati al PIL dell'anno pre-crisi.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

² Poiché il sistema contabile utilizzato negli Stati Uniti (NIPA) è diverso da quello adottato in Europa (SEC) così come l'anno fiscale (che in generale inizia a settembre negli Stati Uniti e a gennaio in Europa), per confrontare i dati di bilancio si è ricorso ai dati della Commissione europea. Questi, come quelli pubblicati da FMI e OCSE, sono elaborati dal *Bureau of Economic Analysis* che fornisce il bilancio statunitense secondo i criteri del *System of National Accounts* coerente con il SEC utilizzato in Europa. Per gli Stati Uniti i dati di bilancio consolidano il bilancio federale con quello statale e locale. Per l'Area euro i dati si riferiscono alla somma dei bilanci dei singoli paesi membri. Nei grafici si è preferito confrontare i valori a prezzi costanti (2010) in modo da svincolarli dai diversi prezzi relativi; la trasformazione dei dati del bilancio USA in euro 2010 consente di rendere confrontabili i valori neutralizzando, allo stesso tempo, la dinamica del cambio.

Nel 2014 il deficit primario USA era ancora un sesto di quello del 2009 in termini nominali (209,1 miliardi di dollari), mentre l'Eurozona è tornata in avanzo.

Le due aree, quindi, hanno seguito due percorsi sostanzialmente diversi: gli Stati Uniti più espansivi tra il 2007 e il 2009 e, negli anni successivi, più attenti a consolidare la ripresa prima di far rientrare il deficit, rimanendo comunque con un disavanzo maggiore rispetto all'Eurozona, dove il rientro è stato avviato subito e in modo consistente.

Importante lo stimolo della spesa pubblica al PIL negli USA...

Negli Stati Uniti e nell'Eurozona l'espansione della politica di bilancio fino al 2010 è stata effettuata aumentando la spesa pubblica primaria (Figura C). Le entrate, in entrambe le aree, hanno supportato il successivo rientro del deficit.

Negli Stati Uniti è stato forte il contributo della spesa pubblica primaria al sostegno del PIL, soprattutto nella fase iniziale della crisi: +46,3% nel 2009 rispetto al 2006, a prezzi costanti (11,9 punti di PIL 2006). Nei successivi quattro anni è aumentata solo di 0,9 punti di PIL.

Nell'Eurozona, l'aumento della spesa pubblica primaria è stato più contenuto: +24,3% nel 2010 rispetto al 2007, a prezzi costanti (+9,5 punti di PIL 2007). Successivamente la spesa ha continuato a crescere (a parte la contrazione del 2011) ma ad un ritmo inferiore (+3,9% nel 2014 rispetto al 2010, a prezzi costanti; 1,4 punti di PIL). Nonostante la più timida espansione della spesa pubblica primaria rispetto agli USA, la sua incidenza sul PIL nel 2014 è finita per essere 4,1 punti superiore a quella del 2007, più del doppio della differenza registrata negli USA tra il 2014 e l'ultimo anno pre-crisi (1,8 punti di PIL). Ciò è esclusivamente dovuto al minor tasso di crescita del PIL nell'Eurozona. Spiega come politiche di bilancio anticicliche ben disegnate, come quelle statunitensi, consentono un rientro pressoché automatico, senza necessità di straordinarie e imponenti manovre correttive. È il ritorno alla crescita del PIL ad agevolare il

Figura C

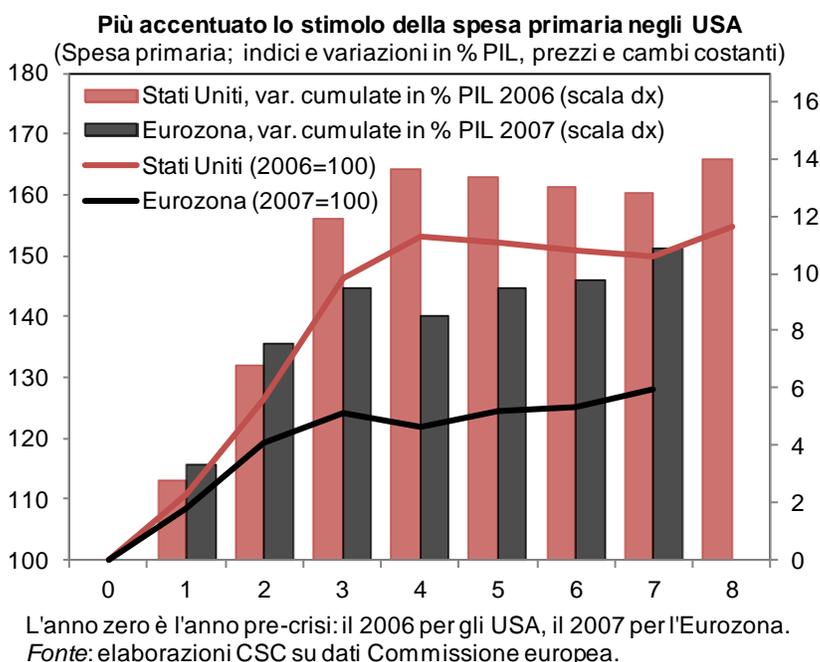
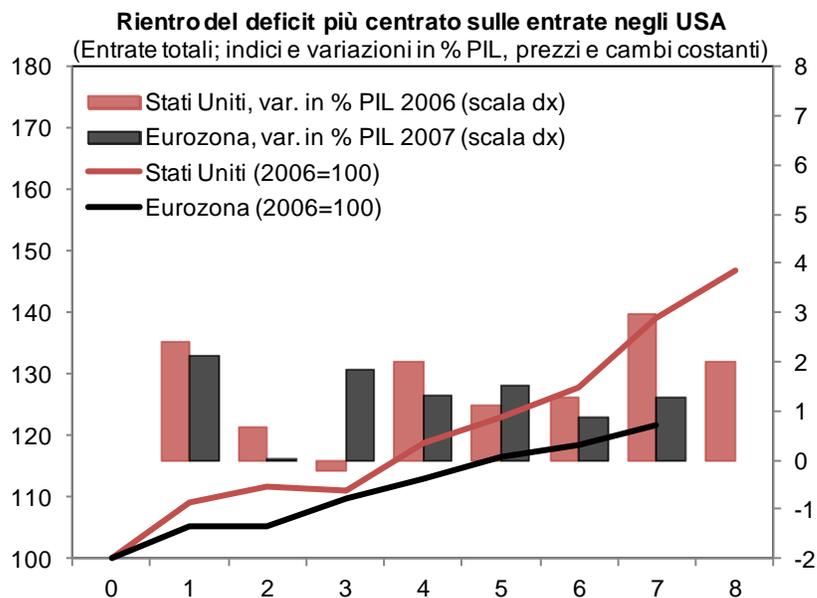


Figura D

riequilibrio dei conti pubblici, attraverso gli stabilizzatori automatici che agiscono sul contenimento della spesa e, soprattutto, attraverso l'aumento delle entrate.

Negli Stati Uniti, infatti, il rientro del deficit primario, sebbene non ancora completato alla fine del 2014, è stato ottenuto mantenendo sostanzialmente ferma la spesa reale (nel 2014 rispetto al 2010) e incassando maggiori entrate (Figura D). A partire dal 2012 queste sono cresciute in modo sostenuto con

la ripresa dell'attività economica: +19,5% nel 2014 sul 2011, a prezzi costanti. In rapporto al PIL, le entrate nel 2014 erano ad un livello analogo a quello pre-crisi: 33,2% nel 2006, 33,3% nel 2014, segno che non c'è stato alcun aumento discrezionale delle imposte. Nell'Eurozona l'incidenza delle entrate fiscali sul PIL è salita, invece, di 1,9 punti passando dal 44,7% nel 2007 al 46,6% nel 2014. Nonostante questo, il contributo delle entrate alla riduzione del deficit è stato superiore negli USA: nel 2014, +12,2 punti di PIL 2006 contro +8,9 punti di PIL 2007 nell'Eurozona³.



L'anno zero è il 2006 per gli USA e il 2007 per l'Eurozona.

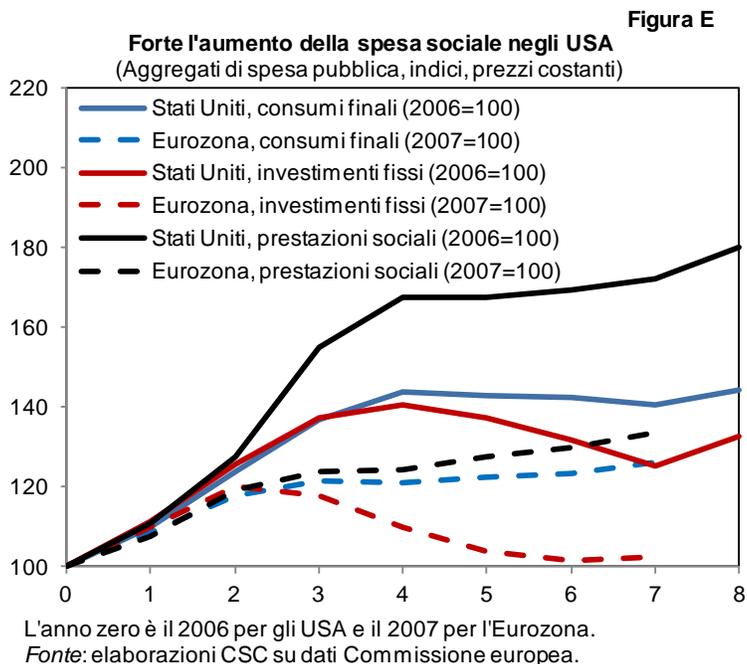
Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea.

...soprattutto della spesa sociale e per investimenti

Nell'ambito della spesa pubblica primaria, è stato straordinario negli Stati Uniti, durante la crisi, l'aumento della spesa sociale: +72,0% in sette anni (tra il 2006 e il 2013), a prezzi costanti, più del doppio che nell'Eurozona (+33,4% tra il 2007 e il 2014; Figura E). Si tratta di un'impennata che è proseguita anche dopo il 2010 e perfino durante la fase di rientro del deficit.

³ La spesa pubblica primaria USA, secondo i dati della Commissione UE e valutata a prezzi e cambi costanti, è cresciuta del 10,7% nel 2007, del 14,1% nel 2008, del 15,8% nel 2009 e del 4,6% nel 2010, ed è scesa in modo non significativo negli anni seguenti; i dati di fonte americana (Whitehouse.gov, sempre a prezzi e cambi costanti) indicano variazioni dell'8,2%, del 14,0%, del 20,5% e una sostanziale stabilità negli anni successivi. In rapporto al PIL, la spesa primaria USA è aumentata dal 32,7% nel 2006 al 39,2% nel 2009 e poi è gradualmente ridiscesa, per effetto dell'aumento del denominatore, fino al 34,5% nel 2014. Le entrate pubbliche negli USA, invece, in rapporto al PIL sono prima diminuite dal 33,2% nel 2006 al 30,2% nel 2009, per poi tornare progressivamente al valore di partenza (33,3% nel 2014), per l'operare degli stabilizzatori automatici.

La spesa per investimenti pubblici è aumentata, in sette anni, del 24,9% negli Stati Uniti (sempre a prezzi costanti) e solo del 2,2% nell'Area euro. Questa voce del bilancio pubblico è molto rilevante in quanto, in contabilità nazionale, entra direttamente nel calcolo del PIL. Negli USA ha raggiunto nel 2009 il 4,2% in rapporto al PIL, dal 3,7% nel 2006. L'espansione degli investimenti pubblici in questo triennio (+37,4% a prezzi costanti) ha attutito la caduta degli investimenti fissi totali (-18,4%).



Quale la *ratio* dietro a scelte così diverse?

Il diverso assetto istituzionale di Eurozona e Stati Uniti ha giocato un ruolo cruciale: la prima è una somma di paesi che hanno un ampio grado di sovranità sulla politica di bilancio; gli USA sono un unico paese federale in cui il governo centrale svolge un'azione di stabilizzazione dell'economia.

A partire dalla seconda metà del 2010, con l'emergere della crisi dei debiti sovrani, in mancanza di un governo centrale nell'Eurozona è stata determinante la scelta politica di imporre ai singoli paesi l'aggiustamento dei conti pubblici. Ciò è stato ottenuto facendo leva sul potere disciplinante dei mercati finanziari. I mercati hanno punito così i paesi con i conti pubblici peggiori, innalzando i tassi di rendimento da pagare sui titoli di Stato. In questo modo, Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia, per recuperare la fiducia degli investitori, hanno adottato correzioni di bilancio repentine, enormi e contestuali proprio nel momento in cui si cominciavano a vedere i primi germogli di ripresa.

I paesi con i conti pubblici in ordine, su tutti la Germania, anziché compensare la restrizione di bilancio degli altri, hanno migliorato i propri saldi di bilancio con l'intento di dare il buon esempio. Si tratta di scelte che non seguono una logica economica, ma politica. Sono frutto di contrapposizioni nazionali e non di una valutazione delle conseguenze macroeconomiche.

Quest'ultima è stata, invece, alla base delle scelte degli Stati Uniti. La FED ha attuato sin dal 2009 programmi di *quantitative easing* per stimolare l'economia e ciò ha tenuto bassi i rendimenti dei titoli di Stato dando la possibilità al Governo di finanziare a basso costo l'ampliamento del deficit primario. In seguito, il rientro di questo è stato programmato in modo da non distruggere la ripresa. Tra il 2010 e il 2012, quando l'economia USA è cresciuta a un

ritmo medio annuo del 2,2%, il deficit primario è sceso di un terzo; solo nel 2013 è stato davvero avviato il rientro. In questo modo è stata protetta la ripresa economica. Quest'ultima, rafforzandosi, sta agevolando la riduzione del deficit.

La politica di bilancio USA stabilizza l'economia

In che misura e in che tempi le manovre su spesa pubblica ed entrate hanno favorito la ripresa dell'economia USA? Se il Governo americano avesse scelto discrezionalmente di tenere ferme spese ed entrate pubbliche al livello del 2006 (in termini reali) il PIL sarebbe caduto, in media, di 3,5 punti percentuali in più l'anno nel triennio di crisi (2007-2009), ma sarebbe salito di 2,6 punti all'anno in più a partire dal 2010, avvicinando nel 2014 il PIL effettivamente osservato (-1,1%).

Se, invece, il Governo avesse fatto crescere spese ed entrate pubbliche secondo il trend pre-crisi, il PIL sarebbe sceso di 2,4 punti percentuali in più l'anno nel 2007-2009, ma sarebbe salito di 2,2 punti all'anno in più nel triennio 2010-2012.

Ma in entrambi i casi, in realtà, il recupero del PIL sarebbe stato più lento e incompleto, perché la maggiore caduta iniziale avrebbe intaccato il potenziale di crescita.

Gli effetti stimati dipendono dal valore dei moltiplicatori che definiscono l'effetto di una variazione delle entrate e delle spese pubbliche sul PIL. La stima dei moltiplicatori incorpora un elevato grado di incertezza, perché dipende dalle specifiche condizioni del sistema economico e dalle reazioni di imprese e famiglie.

Secondo il *Congressional Budget Office* (CBO), in una fase di recessione e/o in un periodo di tassi di interesse fermi vicino allo zero, il moltiplicatore della spesa primaria al netto dei trasferimenti è pari, in media, a 1,5, all'interno di un ampio intervallo di stime⁴. L'aumento del PIL, quindi, è circa una volta e mezzo quello della spesa pubblica. Risultato di un effetto diretto — perché la spesa per consumi pubblici finali e investimenti fissi è, in contabilità nazionale, una componente del PIL — e di uno indiretto, grazie al fatto che il maggiore reddito stimola i consumi delle famiglie e favorisce così nuove opportunità di investimento, con effetti a cascata che amplificano l'impulso iniziale.

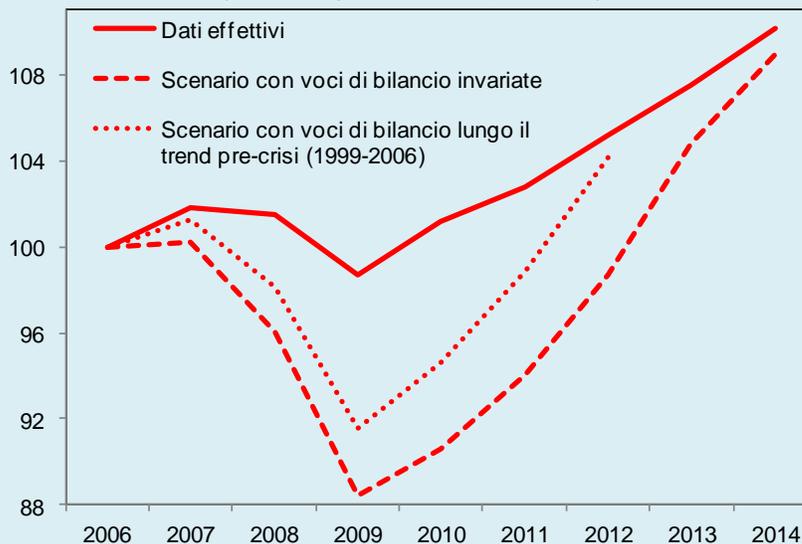
L'impatto di una riduzione delle imposte nette è, invece, minore, perché si traduce solo in parte in maggiore domanda e quindi in più PIL. L'effetto di variazioni di imposte è analogo a quello di variazioni delle spese per trasferimenti (incluse le prestazioni sociali) e dipende in modo cruciale dal target e dalla durata dell'intervento: in media, è stimato essere pari a 0,6.

Inoltre, le normali controindicazioni di uno stimolo pubblico legate all'effetto di spiazzamento della spesa privata sono molte ridotte in una fase come quella seguita al 2008. Ciò accade proprio per l'eccezionalità della crisi, caratterizzata da: alta disoccupazione e basso grado di utilizzo degli impianti; tassi di interesse vicino allo zero; debole dinamica del reddito ed elevati livelli di indebitamento per una quota significativa di famiglie, le cui decisioni di spesa, quindi, rispondono di più a stimoli immediati e meno al miglioramento di aspettative future. Inoltre, la bassa inflazione limita la discesa in territorio negativo dei tassi di interesse reali, non allevia il peso del debito e non induce la banca centrale ad alzare i tassi.

⁴ Tra 0,5 e 2,5, escludendo i casi limite. Si veda F. Reichling e C. Whalen, *Assessing the short-term effects on output of changes in Federal fiscal policies*, CBO Working Paper 2012-08.

Figura F

USA: il bilancio pubblico ha stabilizzato il PIL
(PIL, dati a prezzi costanti, 2006=100)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati CBO e Commissione europea.

In queste condizioni, i governi possono finanziarsi sul mercato senza generare spinte al rialzo sui tassi di interesse; inoltre, una spinta inflazionistica, se non incorporata nei tassi nominali, favorisce la ripresa. L'impatto dello stimolo pubblico sul PIL dura più a lungo che in condizioni normali. Secondo il CBO, è massimo per almeno due anni e persistente anche in seguito, pur rimanendo sostanzialmente nullo nel lungo periodo.

In realtà, in tempo di crisi, la perdita di posti di lavoro e i mancati investimenti in beni capitali causano una distruzione di capacità produttiva che riduce, a lungo, il potenziale di crescita dell'economia. Perciò gli effetti benefici di un'espansione di bilancio pubblico possono persistere, di fatto, anche nel lungo periodo.

Utilizzando comunque i moltiplicatori stimati dal CBO per spese ed entrate, il CSC ha costruito per gli USA due scenari alternativi della dinamica del PIL.

Il primo scenario si basa sull'ipotesi estrema di variazione percentuale nulla delle voci del bilancio pubblico a prezzi costanti. L'effetto sarebbe stato una sostanziale stagnazione del PIL americano già nel 2007 (+0,2%, contro il +1,8% effettivamente realizzato) e poi una caduta molto più violenta nel biennio di recessione: -4,2% nel 2008 (rispetto a -0,3% effettivo) e -7,9% nel 2009 (rispetto a -2,8%). E una ripresa più rapida a partire dal 2011, che avrebbe riportato gradualmente il PIL vicino ai livelli effettivi nel 2014 (-1,1%; Figura F).

Il *timing* e la composizione della variazione del bilancio pubblico USA sono stati, quindi, cruciali per la stabilizzazione del PIL durante la crisi.

Da sottolineare che la stabilizzazione del PIL è dovuta sia a meccanismi automatici — minori entrate e maggiori trasferimenti netti — sia a scelte discrezionali del Governo. Questi esercizi con voci di bilancio bloccate presuppongono un'ipotetica scelta del governo USA di bloccare non solo gli aumenti di spesa discrezionali ma anche l'operare degli stabilizzatori automatici.

Il secondo scenario isola l'effetto sul PIL solo delle variazioni delle voci di bilancio non prevedibili prima della crisi, cioè degli scostamenti di spese ed entrate pubbliche rispetto al trend pre-crisi (1999-2006)⁵. L'impatto nel biennio di recessione risulta anche in questo caso molto elevato. Nello scenario di un bilancio pubblico mantenuto lungo il trend, infatti, il PIL sarebbe caduto del 3,1% nel 2008 e del 6,7% nel 2009. Già nel 2012 il PIL sarebbe tornato vicino al livello effettivamente osservato.

Entrambi gli esercizi mostrano chiaramente che l'aver evitato una recessione molto profonda nel 2008-2009 è l'importante risultato ottenuto dalla politica di bilancio espansiva.

⁵ Si veda R. Hall, *Fiscal stimulus*, Daedalus (2010).