

Previsioni fiscali America: come si verifica un default del debito

[ideeazione.com/previsioni-fiscali-america-come-si-verifica-un-default-del-debito/](https://www.ideeazione.com/previsioni-fiscali-america-come-si-verifica-un-default-del-debito/)

May 23, 2023



di Sven Larson

Il default del debito degli Stati Uniti non è più impensabile. Il motivo non è l'insolvenza, ma l'incompetenza politica. È ora di iniziare a pensare a come sarà il default. È l'unico modo per prepararsi.

A differenza dell'America, l'Europa ha un'esperienza diretta di crisi del debito. Gli europei hanno quindi maggiori probabilità di essere resilienti di fronte a un'altra crisi di questo tipo. Gli americani, invece, non hanno quasi idea di che tipo di terremoto economico possa essere una crisi del debito. Questo include la nostra leadership politica, il che è ovviamente preoccupante. Si spera che, prima che una crisi colpisca, imparino almeno a reagire evitando di ripetere gli errori commessi da altri in passato. Finché non lo faranno, però, abbiamo tutti buone ragioni per essere preoccupati di come reagiranno a una crisi, una volta che questa sarà arrivata.

Non aiuta il fatto che il Presidente Biden e i Democratici del Congresso trattino gli attuali negoziati sul tetto del debito come un gioco senza conseguenze. Se il Congresso e il Presidente non invertono l'attuale politica di spendere ogni anno 1.000 miliardi di dollari in più rispetto al gettito fiscale, il governo degli Stati Uniti arriverà a un punto in cui non potrà più onorare tutti i suoi obblighi di debito.

Questo punto si avvicina ogni giorno che i problemi attuali del debito rimangono irrisolti. In particolare, come ho sottolineato qui e qui, gli attuali negoziati sul cosiddetto limite del debito ci avvicineranno a una vera crisi. Non ce ne sarà una adesso; entrambi gli

schieramenti politici hanno tutto per vincere su una misura di ripiego, cioè un aumento temporaneo della linea di credito del Congresso. Tuttavia, a causa dell'assenza di rimedi strutturali per risolvere il problema del deficit perenne, il rischio di un default del governo statunitense rimarrà ampiamente intatto.

Un accordo sul tetto del debito sarà raggiunto in tempo utile prima dell'attuale "scadenza del default" del 1° giugno. Includerà modeste riforme della spesa, quanto basta per rendere l'accordo appetibile ai conservatori fiscali repubblicani. Queste riforme saranno inadeguate come misure anti-default, il che significa che l'orologio del debito continuerà a ticchettare.

Con una misura transitoria che ci porti fino a marzo del prossimo anno (come sembrano preferire i repubblicani), ci troveremo nel bel mezzo della campagna elettorale per le presidenziali del 2024. Se la politica americana continuerà come al solito fino alle elezioni del prossimo anno, possiamo aspettarci che la questione del default del debito venga trattata con la tradizionale e squisita negligenza.

Per questo motivo è importante tornare alla domanda: che aspetto avrebbe un default del debito statunitense? Questa domanda è quasi universalmente ignorata dai media americani e dagli opinionisti fiscali nel discorso politico. Cerchiamo di cambiare questo stato di cose e di dare un'occhiata alle cause di una crisi del debito e alle sue possibili conseguenze.

Le cause di una crisi del debito

Il default del debito è una situazione in cui il debitore non può più adempiere ai suoi obblighi nei confronti del creditore. L'atto stesso, "default", ha lo stesso significato nella finanza pubblica e in quella privata: il debitore non paga il creditore come da contratto. Un privato cittadino che non paga il mutuo ogni mese è inadempiente. Allo stesso modo, un governo che non paga gli interessi periodici ai suoi creditori è in default.

L'inadempienza di uno Stato è un po' diversa da quella di un cittadino privato. Se si presta denaro al governo acquistando i suoi titoli del tesoro o del debito sovrano, si ottiene un pagamento regolare degli interessi e la restituzione del denaro alla scadenza del prestito. Se il governo non riesce a effettuare una delle due forme di pagamento, quella degli interessi ricorrenti o quella del capitale alla fine del prestito, va in default sul prestito.

Il governo può anche fare un default parziale, cosa che i privati cittadini non sono in grado di fare: nel 2012, il governo greco ha dichiarato che avrebbe riconosciuto solo 75 centesimi di ogni euro che doveva ai suoi creditori. Un privato cittadino non potrebbe mai fare lo stesso: non possiamo semplicemente chiamare la banca un giorno e dire: "Da questo momento in poi vi devo solo il 75% di quello che c'è scritto sul documento del prestito".

Quando il governo degli Stati Uniti arriverà al punto di fare default, probabilmente si tratterà di tutte e tre le forme di default. Lo scenario più probabile è una combinazione delle prime due, che porta poi alla terza.

Il processo di default inizia il giorno in cui il governo degli Stati Uniti non riesce a raccogliere abbastanza denaro per pagare le spese correnti. Quel giorno non arriverà all'improvviso, ma sarà il crescendo delle crescenti preoccupazioni degli investitori per il debito pubblico.

Non esiste un unico "punto di innesco" per una crisi fiscale, ma di solito è il risultato di una combinazione di eventi che comportano un indebolimento-deprezzamento della valuta. Se questo si combina con la deflazione dei valori sui mercati azionari o del debito sovrano, e se ciò avviene in un momento in cui c'è una preoccupazione generale per il livello del debito pubblico, allora lo scenario è pronto per una crisi fiscale.

Un possibile scenario inizia con tassi di interesse americani più alti rispetto a quelli europei. Ciò comporta un deprezzamento del valore delle attività che gli investitori europei detengono negli Stati Uniti. Contemporaneamente, e per coincidenza, si verifica un accordo di pace in Ucraina. Tale accordo motiverebbe alcuni investitori europei a riportare in patria un maggior numero di investimenti statunitensi; l'euro, il franco svizzero, la sterlina britannica e altre valute indipendenti in Europa si rafforzano di conseguenza. Gli investitori che altrimenti avrebbero pianificato di mantenere il proprio denaro nei mercati statunitensi, ora temono di perdere più denaro se rimangono sul mercato.

Un altro scenario inizia con la percezione che il Congresso sia disinteressato alle preoccupazioni degli investitori. Anche se il Congresso mantiene il tetto del debito, gli investitori potrebbero perdere fiducia nella capacità di pagare il debito. Ciò accade quando il costo del debito supera un livello psicologicamente importante senza alcuna reazione da parte del Congresso. Questo livello simbolico potrebbe essere di 1.000 miliardi di dollari:

- è una cifra di per sé sconcertante,
- renderebbe gli interessi sul debito la seconda voce di spesa del bilancio federale, e
- renderebbe i pagamenti degli interessi sul debito pari al deficit di bilancio annuale.

In entrambi gli scenari, gli investitori iniziano un allontanamento sistematico dal debito pubblico statunitense.

Rapida escalation

Gli investitori stranieri si sono allontanati dal debito statunitense vendendo i titoli del Tesoro che già possiedono e restando lontani dalle aste che il Tesoro organizza per raccogliere nuovo debito. In quest'ultimo mercato, noto anche come mercato primario del debito statunitense, la fuga degli investitori si manifesta nel cosiddetto tender-accept ratio. Si tratta del rapporto tra i dollari che gli investitori offrono alle aste del Tesoro e i dollari che il Tesoro accetterà in pagamento per il nuovo debito.

Se, ad esempio, gli investitori offrono 100 miliardi di dollari all'asta per i buoni del Tesoro a un anno e il Tesoro vende solo 50 miliardi di dollari di debito, il rapporto T/A è pari a 2.

Il sell-off da parte degli investitori stranieri fa salire rapidamente i tassi di interesse e fa crollare il dollaro americano. Normalmente, l'aumento dei tassi di interesse attenua il deprezzamento di una valuta, perché gli investitori trovano opportunità di guadagno nel mercato del debito sovrano del paese. Tuttavia, durante una crisi del debito, gli investitori devono uscire dal mercato del debito e astenersi dall'investirvi nuovo denaro. Pertanto, una volta che il processo di svendita del debito si combina con il deprezzamento del dollaro, non esiste un meccanismo economico naturale che possa contrastare il secondo e fermare il primo.

Gli investitori nazionali sono ora motivati ad abbandonare il dollaro. A un certo punto, il rapporto T/A scende a 1, e poi al di sotto. A questo punto, il Tesoro degli Stati Uniti non è in grado di vendere tutto il debito di cui ha bisogno. In risposta, dovrà iniziare ad alzare i tassi di interesse, e lo farà rapidamente. Le aste saranno più frequenti e i tassi di interesse saranno alzati più rapidamente del solito.

È improbabile che questo aiuti, per un motivo importante. Ogni asta del Tesoro viene utilizzata per rinnovare il debito appena scaduto. Se un anno fa ha preso in prestito 100 miliardi di dollari con il Treasury note a 52 settimane, quest'anno dovrà raccogliere almeno 100 miliardi di dollari o fare affidamento su nuove entrate fiscali. Poiché la seconda ipotesi è esclusa dall'ampio deficit di bilancio, la prima è l'unica possibilità per il Tesoro di accontentare gli investitori. Tuttavia, poiché non può vendere per 100 miliardi di dollari, alcuni investitori non riavranno i loro soldi.

A questo punto il mercato del debito sovrano è in preda al panico. Il rapporto T/A alle aste del Tesoro inizia a crollare. Sempre meno investitori sono interessati ad acquistare il debito statunitense.

Il Tesoro è ostacolato nella possibilità di aumentare i tassi d'interesse: è obbligato per legge a promuovere la piena occupazione e a mantenere la stabilità dei prezzi. Un rapido aumento dei tassi di interesse agisce come una coperta bagnata sulla spesa delle famiglie; quando i consumatori spendono meno, le imprese sono costrette a tagliare posti di lavoro.

In breve, esiste un limite politico per l'aumento dei tassi di interesse da parte del Tesoro. Nello scenario di default del debito, quindi, c'è solo una via d'uscita: che la Federal Reserve torni a stampare moneta e ad acquistare titoli del Tesoro con essa. Questo può stabilizzare temporaneamente il mercato del debito, ma solo se il programma di acquisto di titoli da parte della Fed è abbastanza grande da garantire un prezzo minimo, cioè un tetto ai tassi di interesse, sia per il mercato primario del debito statunitense che per il mercato secondario (dove gli investitori vendono il debito che già possiedono).

Se il suo intervento è sufficientemente grande e coraggioso, può stabilizzare la situazione ed evitare che la crisi del debito faccia crollare completamente la valuta statunitense. Tuttavia, una delle condizioni essenziali perché ciò accada è che il Congresso riesca a

rimanere con le mani in mano per tutta la durata della crisi. Purtroppo, ci sono ragioni per credere che il Congresso non rimarrà fuori da una crisi del debito statunitense.

Politica: aggiungere il danno alla beffa

I politici sono noti per due cose: non fanno mai quello che dovrebbero e fanno sempre quello che non dovrebbero.

Nel caso di una crisi del debito, ciò significa che non la prevencono e la aggravano. Il loro secondo intervento nello scenario di crisi consiste nel proporre un default parziale del debito di tipo greco come modo per ridurre l'onere del debito del governo. Questa idea non è così estranea alla politica americana come si potrebbe sperare: si sente infatti sussurrare a Capitol Hill.

Con l'evolversi della crisi del debito, alcuni membri del Congresso, principalmente ma non solo del partito democratico, proporranno rapidamente un default parziale del debito. Lo faranno affermando che alcuni investitori nel debito pubblico statunitense non meritano di riavere i loro soldi: il dito sarà puntato contro il governo cinese e le grandi banche statunitensi, ma anche contro i ricchi americani con investimenti superiori a una certa soglia.

In una situazione in cui i tassi di interesse potrebbero facilmente salire oltre il 20%, questa demagogia diventa rapidamente una realtà. Se il Congresso procede con una proposta di legge che prevede il default di una parte del debito federale detenuto da creditori "mirati", un numero maggiore di investitori deciderà di vendere il debito in loro possesso. Questo, ovviamente, aumenterà la pressione sull'operazione di salvataggio da parte della Federal Reserve e potrebbe, se abbastanza grande, addirittura interromperla del tutto.

Cosa succederà da qui in poi è un'incognita. Potremmo assistere a un'escalation con tassi di interesse superiori al 30%; la stampa massiccia di denaro potrebbe scatenare un'iperinflazione; il Congresso potrebbe passare dall'insolvenza del debito a misure di austerità estreme, con risultati catastrofici e facilmente prevedibili.

Potremmo anche assistere a un'attenuazione della crisi, se il Congresso si rendesse conto dei propri errori, si nascondesse da qualche parte e lasciasse la risoluzione della crisi alla Federal Reserve. È impossibile valutare le probabilità di uno di questi scenari o prevedere la politica di una crisi del debito statunitense in piena regola. Ciò che sappiamo, tuttavia, è che una volta che la crisi colpirà, la leadership politica americana sarà completamente impreparata ad affrontarla.

L'unico modo in cui il Congresso può fare la differenza in meglio è iniziare a lavorare oggi su misure preventive: riforme strutturali della spesa che riducano in modo permanente le uscite, combinate con modesti tagli fiscali mirati e massicce deregolamentazioni per stimolare l'imprenditorialità, gli investimenti e il lavoro.

Traduzione a cura di Costantino Ceoldo

23 maggio 2023