

Stagnazione Secolare: politiche fiscali inadeguate o trappola della liquidità?

Di Stefano Di Bucchianico

Politiche fiscali | *Nei modelli economici della teoria dominante non è concepibile che politiche fiscali coraggiose guidino la crescita. Bisogna guardare ai modelli post-keynesiani.*

Un recente dibattito tra Larry Summers e Joseph Stiglitz [apparso su Project Syndicate](#) ha riaperto i riflettori sulla 'teoria della Stagnazione Secolare' (in seguito SS); successivamente, Paul Krugman ha preso parte alla diatriba con un intervento sul suo [blog sul New York Times](#). Come si vedrà dalla ricostruzione del dibattito, a confronto vi sono la posizione di Stiglitz, che guarda alla stagnazione come risultato di una inadeguata politica fiscale espansiva, e quella di Summers e [Krugman](#), i quali da un lato ritengono necessario uno stimolo fiscale in situazioni di trappola della liquidità, ma dall'altro giudicano la polemica di Stiglitz priva di contenuti realmente nuovi rispetto a quanto da loro proposto.

1. Il dibattito

La SS, coniata originariamente da Alvin Hansen (1939) durante gli anni '30 a seguito della Grande Depressione che colpì gli [Stati Uniti](#), è stata ripresa e riaggiornata negli ultimi anni da Larry Summers (2014, 2015). Krugman (1998) ne propose una versione embrionale già nei tardi anni '90, discutendo le possibili cause della perdurante stagnazione giapponese; in seguito ha sostenuto la pressoché totale sovrapposibilità tra la sua spiegazione e quella data da Summers. Nella più recente versione di Summers la rilevanza della [politica fiscale](#) torna in auge; in situazioni di stagnazione persistente essa è giudicata preferibile rispetto alle misure di politica monetaria che convenzionalmente agiscono tramite un abbassamento del tasso di interesse di riferimento controllato dalla [Banca Centrale](#). Tale prescrizione di politica economica sarebbe preferibile in quanto la politica monetaria avrebbe esaurito la propria efficacia una volta raggiunto il cosiddetto 'zero lower bound' sul tasso nominale dell'interesse di politica monetaria.

Nel dibattito menzionato in apertura Stiglitz ha criticato la lettura data dai teorici della SS della non soddisfacente ripresa dell'economia US nel periodo post-Grande Recessione del 2008, ossia che i bassi tassi di crescita testimoniati dalla economia americana sarebbero una situazione destinata a permanere. Stiglitz argomenta come la lenta ripresa sia stata dovuta a uno stimolo fiscale (rappresentato dagli 800 miliardi di dollari del piano Obama) insufficiente, non quindi a una inerente tendenza alla stagnazione. La SS sarebbe perciò sostanzialmente una scusa per coprire la responsabilità attribuibile alle insufficienti politiche di domanda del Governo. Nelle sue parole:

“L'improvviso incremento del deficit statunitense, da circa il 3% a quasi il 6% del PIL, dovuto a un mal congegnato sistema di tassazione regressivo e a un aumento della spesa bipartisan, ha

spinto la crescita intorno al 4% e portato la disoccupazione al livello più basso degli ultimi 18 anni. Queste misure possono essere mal concepite, ma dimostrano che con un sufficiente stimolo fiscale, il pieno impiego può essere raggiunto, anche se i tassi di interesse salgono ben al di sopra dello zero.”

Summers ha risposto a tali argomentazioni sostenendo che la teoria della *Stagnazione Secolare* non ha come idea di fondo la inevitabilità di una persistente [crisi](#), ma al contrario cerca di porre l'attenzione sulle politiche fiscali come soluzione principale da adottare. A suo dire, seppur lo stimolo fiscale non sia stato pienamente soddisfacente, esso era il massimo ottenibile all'epoca date le condizioni politiche. Concludendo la risposta a Stiglitz, Summers tenta una sintesi tra le due posizioni, puntualizzando però circa l'affidabilità della propria impostazione teorica:

“Anche se siamo in disaccordo sui passati giudizi di stampo politico e sull'uso del termine “stagnazione secolare”, sono lieto che un eminente teorico come Stiglitz concordi con ciò che intendevo enfatizzare con la riproposizione di quella teoria: non possiamo contare su politiche del tasso d'interesse per assicurare il pieno impiego. Dobbiamo sforzarci di pensare a politiche fiscali e misure strutturali per supportare una sostenuta e adeguata domanda aggregata.”

Krugman, che già in un [post datato 2013 sul suo blog](#) ‘rimproverava’ a Summers solamente il mancato utilizzo del termine ‘trappola della liquidità’, nel suo intervento di commento si è schierato dalla sua parte. Sarebbe meglio, osserva il Premio Nobel 2008, non prolungare un dibattito nato da una mera incomprensione; anche a suo giudizio, infatti, la teoria della Stagnazione Secolare ha come conclusione fondamentale l'invito a implementare politiche fiscali espansive:

“Stagnazione Secolare significa che situazioni come quella del 2008-16, nella quale la politica monetaria da sola non può ripristinare il pieno impiego, dovrebbero essere viste come molto probabili e forse come la norma. Non significa che nessuna politica possa promuovere la crescita e l'[occupazione](#). Al contrario, è una giustificazione per un maggiore attivismo, specialmente sul fronte fiscale, non minore – il che è esattamente ciò che Larry ha argomentato.”

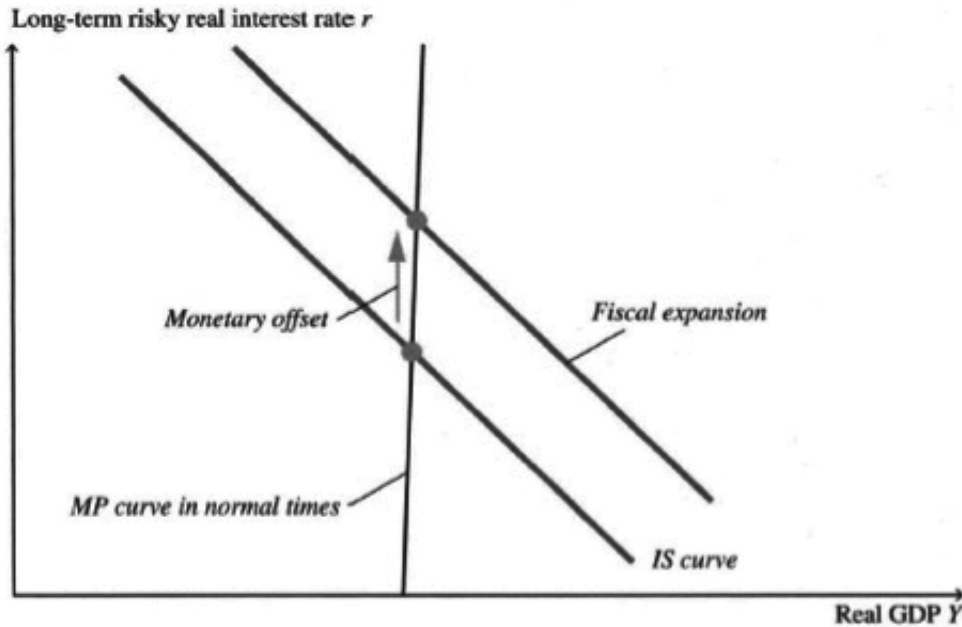
Cerchiamo ora, una volta riportate le opinioni di questi tre economisti, [1] di capire se effettivamente la posizione di Stiglitz sia derubricabile a semplice deviazione non necessaria dalla ‘ortodossia’ della Stagnazione Secolare, e se quindi essa sia riassorbibile interamente in tale contesto, come gli altri due autori sostengono.

2.L'approdo alla teoria della Stagnazione Secolare

Ai fini della collocazione del recente dibattito in un quadro più ampio, si cercherà qui di offrire qualche spunto sulla letteratura che ha preceduto la riproposizione della teoria della Stagnazione Secolare. Già nell'articolo di Summers e DeLong (2012 pp. 244 - 253) è possibile rinvenire una delle intuizioni che sono poi confluite nella SS. In questo caso specifico, visto che il pezzo verte sulla descrizione di quali effetti abbia una politica fiscale espansiva all'interno di

una economia in fase di depressione, è cruciale segnalare che i risultati che vedono il valore del moltiplicatore fiscale essere più elevato che in circostanze 'normali' dipendono in particolar modo dal fatto che la politica monetaria è supposta aver già raggiunto lo zero lower bound.

espansione non zero lower



espansione zero lower

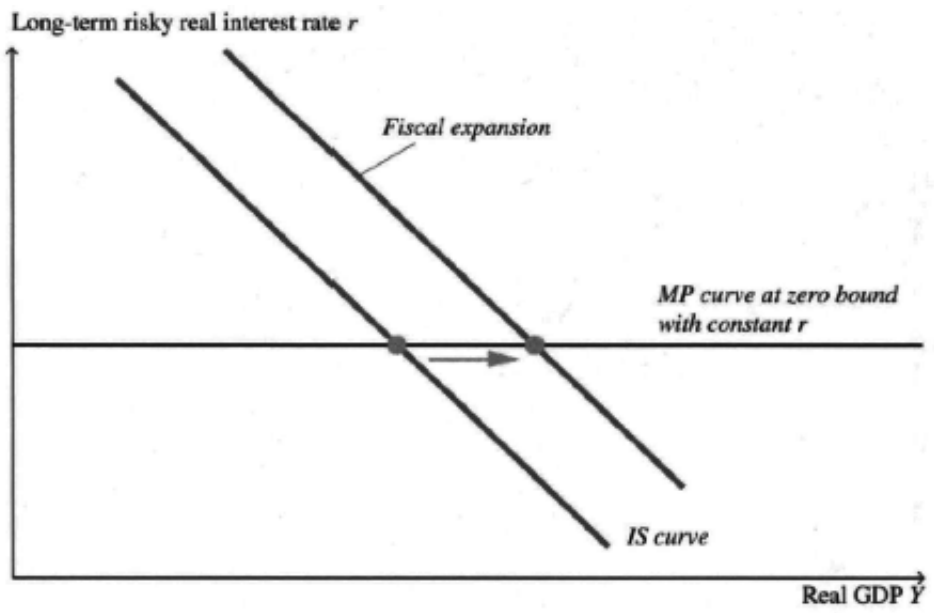


Figura 1 – La prima il caso di una **espansione fiscale con tasso di interesse non in zero lower bound**, la seconda il caso di **espansione fiscale con tasso di interesse allo zero lower bound**; fonte: DeLong, Summers (2012, pp. 249- 250)

Dato che l'espansione fiscale in questo caso particolare non incontra l'ostacolo costituito dalla pressione che si avrebbe normalmente sul tasso di interesse, l'impatto della misura di politica economica è considerevolmente maggiore di quello che si otterrebbe altrimenti (fig. 1). [2] Infatti, vediamo come nei due grafici vi sia rappresentata la relazione inversa tra produzione e tasso di interesse tipica dell'economia neoclassica. Nel caso 'normale' una espansione fiscale si scarica in un aumento del tasso di interesse visto che l'economia è in prossimità del pieno impiego, mentre nel caso 'zero lower bound' il vincolo sul tasso di interesse (che resta costante) consente alla espansione fiscale di avere un notevole impatto positivo sulla produzione. Pur arrivando a risultati particolarmente incoraggianti riguardo l'utilizzo di politiche fiscali espansive, gli autori sottolineano come in linea generale

“al di fuori di straordinari periodi di recessione durante i quali lo zero lower bound vincola il tasso d'interesse, l'ipotesi giusta da adottare è probabilmente un moltiplicatore fiscale di piccola entità” (Op. cit., p. 263)

Lo stesso tipo di risultato emerge dall'analisi di Eggertsson e Krugman (2012), i quali studiano il caso di una economia nella quale vi sia la necessità di abbassare il tasso di interesse a causa della stagnazione indotta da un collasso del mercato finanziario, il quale rende molto più stringente il vincolo all'indebitamento privato delle famiglie (come negli US post-2008). Ebbene, anche qui gli autori arrivano a concludere che una limitata e temporanea politica fiscale espansiva sia una soluzione efficace nel contrastare la stagnazione:

“Il proposito dell'espansione fiscale è sostenere la produzione e l'occupazione fin quando i bilanci degli agenti economici privati non si risanano e il governo può ripagare il proprio debito una volta che il periodo di deleveraging è giunto al termine.” (Op. cit., p. 1490)

Per Summers e Krugman quindi gli interventi di politica fiscale che avevano sostenuto nel periodo dell'immediato post-crisi *dovevano* avere carattere solo *transitorio* e *limitato*.

Ulteriori lavori pubblicati dallo stesso Krugman negli anni precedenti la Grande Recessione ci aiutano a far luce sulla questione, mostrando come questo autore sia passato lungo due decenni da una posizione totalmente orientata all'utilizzo della politica monetaria a quella (citata in precedenza) molto più benevolente verso la politica fiscale. Nel 1998 Krugman si era prodigato per fornire una spiegazione per la lunga stagnazione giapponese. Tale spiegazione riecheggia ciò che sentiamo oggi: nonostante la politica monetaria avesse portato il tasso nominale verso lo zero, il Giappone aveva bisogno di un tasso reale ancora minore. La conseguente proposta di politica economica di Krugman fu tutta nel segno della [politica monetaria](#): la banca Centrale avrebbe dovuto convincere gli agenti economici che essa avrebbe fatto di tutto, nel breve come nel lungo termine, per portare il tasso di inflazione di riferimento ad un livello persistentemente più elevato. Sfruttando la formulazione di Fisher per il tasso reale di interesse, Krugman sostenne come anche in presenza dello 'zero lower bound' e di prezzi correnti vischiosi la Banca Centrale avrebbe potuto abbassare il tasso di interesse reale muovendo le aspettative di inflazione su un livello permanentemente più alto. Formalmente

$$r = i - \pi^e = i - \frac{P^* - P}{P}, i = 0, P = \bar{P} \rightarrow r = - \frac{P^* - \bar{P}}{\bar{P}}$$

Dove abbiamo con r il tasso di interesse reale, i il tasso di interesse nominale (a livello zero), l'inflazione attesa, P il livello corrente dei prezzi, il livello corrente con prezzi vischiosi, P^* il livello futuro dei prezzi. Quindi, con il tasso nominale a zero, e i prezzi correnti presi come dati, il governatore della Banca Centrale può in teoria muovere il tasso di interesse reale ulteriormente sotto lo zero agendo sulle aspettative future di prezzo P^* degli agenti. Lo stesso Krugman (2005) però, a distanza di quasi dieci anni dal contributo sul Giappone, inizia a cambiare punto di vista. Nel pezzo del 2005 infatti egli ammette che le politiche monetarie (tra le quali cita proprio quella da lui sostenuta nel 1998) non sarebbero state sufficienti a portare il Giappone fuori dalla stagnazione, e che quindi era tempo di ricominciare a pensare allo strumento della politica fiscale. In seguito avrebbe ulteriormente approfondito la questione, passando per il menzionato pezzo del 2012, fino ad arrivare a formulare in parallelo con Summers la teoria della Stagnazione Secolare.

Alla luce di quanto visto, si può probabilmente leggere meglio uno dei nodi della questione: se i teorici della Stagnazione Secolare non sono netti al pari di Stiglitz nel sostenere una politica di espansione fiscale (almeno nella loro veste accademica), questo è dovuto al fatto che le loro posizioni recenti sono frutto di un percorso intellettuale particolarmente impervio. Questo percorso è passato per il pieno sostegno alla politica monetaria per poi lentamente ammetterne le lacune, arrivando a trovare alcuni particolari scenari (lo zero lower bound, la trappola della liquidità, la crisi finanziaria) nei quali la politica fiscale, pur sempre in periodi e con importi limitati, possa essere fruttuosamente impiegata. Notiamo come tale tipo di ricostruzione integri quella fatta recentemente da [Viscione su queste pagine](#) sulle modifiche apportate ai modelli del **New Consensus** in modo da poter riportare, seppur parzialmente, la politica fiscale entro il novero degli strumenti di politica economica attiva. Nel nostro caso, vediamo come un percorso analogo e confluyente nella stessa tipologia di risultati sia stato una premessa per aprire la strada alla rinnovata teoria della Stagnazione Secolare. [3]

3. Il ruolo della domanda aggregata

L'altra rilevante questione emersa nel dibattito menzionato è quella che riguarda il ruolo della [domanda aggregata](#) all'interno di questa contesa. Riprendendo lo spirito dell'intervento di Stiglitz, ci chiediamo se la politica fiscale non possa avere come obiettivo il pieno impiego anche quando il tasso dell'interesse salga considerevolmente sopra lo zero. Nei termini del dibattito, appare pertanto lecito domandarsi se l'efficacia di tali politiche sia da tenere legata e vincolata alla contemporanea caduta del tasso di interesse di politica monetaria al livello dello zero lower bound. E' possibile guardare alla domanda aggregata come motore di [crescita](#) in quanto tale, e quindi considerare la spesa pubblica come una delle componenti di traino per lo

sviluppo di una economia? Ci chiediamo insomma se la preoccupazione di Stiglitz concernente la natura temporanea e non soddisfacente delle misure messe in atto da Obama non possa essere presa come l'apertura di un varco nel quale sia possibile inserire un discorso diverso da quello proposto all'interno della cornice neo – Keynesiana.

A questo riguardo si può citare qualche esempio, senza pretese di esaustività, dalla vasta letteratura di stampo post – Keynesiano, neo – Kaleckiano e Sraffiano che guarda alla domanda aggregata come determinante dei processi di crescita economica, senza che questo ruolo debba essere vincolato ad un valore nullo del tasso di interesse. In tal senso possono essere citati, fra i vari, i lavori di Hein (2016) e Skott (2016). Il primo autore vede nella teoria della Stagnazione Secolare un non trascurabile tentativo di far tornare alcune delle tematiche Keynesiane all'interno del dibattito mainstream. Tuttavia, Hein sostiene la necessità di allargare le prospettive rispetto alla [politica fiscale](#) e al ruolo della domanda aggregata, cosa che lui stesso fa all'interno di un modello neo – Kaleckiano nel quale la spesa pubblica e la distribuzione del reddito sono fondamentali per la crescita dell'economia. Egli inoltre conclude argomentando la necessità di pensare un 'New Deal Keynesiano globale' che sia basato su tre pilastri (Hein 2016, pp. 38 – 41). Il ruolo principale è affidato al ripensamento delle politiche di management della domanda aggregata, che nella sua ottica andrebbero ispirate ai principi della 'finanza funzionale' di Lerner (1943). A queste andrebbero poi unite misure di regolamentazione del settore finanziario e una politica dei redditi che possa favorire la crescita mediante un sostegno ai redditi da lavoro compatibile con una inflazione stabile. Skott esprime un giudizio favorevole nei riguardi della nascita del filone di letteratura rifacentesi alla Stagnazione Secolare, ma nonostante ciò (Skott 2016, p. 183) non considera sufficiente lo smarcamento rispetto a quella ortodossia. Anche in questo contributo una delle principali proposte riguarda la reintroduzione di politiche di spesa pubblica ispirate ai principi della 'finanza funzionale', mostrando così di nuovo la possibilità di guardare alla spesa pubblica non come elemento di mero temporaneo tampone ad una stagnazione ma piuttosto come un motore strutturale della crescita.

Si può, infine, vedere come anche lo studio del ruolo del debito privato, elemento decisivo nello scoppio della Grande Recessione, possa essere letto sotto una ottica nella quale la domanda aggregata gioca un ruolo fondamentale. In Pariboni (2016) troviamo un modello ispirato al principio del supermoltiplicatore Sraffiano (filone di letteratura nato dal contributo di Serrano, 1995) nel quale la componente dell'indebitamento privato (finanziato mediante creazione endogena di moneta da parte del sistema bancario) contribuisce a determinare un aumento della domanda aggregata che genera crescita nel lungo periodo. Questo ovviamente non è però un processo svincolato da limiti, limiti posti dal differenziale di crescita tra la componente del debito privato e quelle di debito pubblico e consumo autonomo dei capitalisti. In aggiunta alle conclusioni di tale modello, sotto una ottica di stampo più istituzionale troviamo nei contributi di Barba e Pivetti (2009) e Tridico (2012) una sponda che integra le conclusioni di Pariboni (2016). Questi ultimi lavori segnalano l'insostenibilità di un processo di crescita trainato dal continuo incremento della componente relativa al debito privato delle famiglie, le quali hanno provato a mantenere i loro standard di vita sostituendo via via quest'ultimo alla spesa finanziata mediante reddito da lavoro disponibile, spesa che è stata stagnante a causa del progressivo indebolimento del potere contrattuale dei lavoratori statunitensi.

Alla luce del dibattito di apertura, vediamo dunque come sia possibile studiare sotto una luce diversa anche le cause più profonde che hanno fatto da presupposto per la crisi post-2008, crisi che ha poi richiesto l'irrinunciabile intervento governativo. Notiamo infine un particolare non secondario: il contributo di Barba e Pivetti metteva in guardia i lettori sulla insostenibilità del processo di accumulazione di debito privato negli USA basando lo studio su dati che arrivavano al 2006, riferendosi pertanto a periodi ben precedenti lo scoppio della crisi. Vi è quindi la possibilità di rintracciare analisi che segnalino delle criticità che invece, all'interno del punto di vista neo – Keynesiano, furono completamente ignorate all'epoca.

4. Conclusioni

Si è cercato di mostrare come la posizione di Stiglitz nei riguardi della teoria della Stagnazione Secolare segnali più che un semplice malinteso all'interno della corrente neo – Keynesiana. Essa, al contrario, mostra la ritrosia che i proponenti della teoria della Stagnazione Secolare hanno nei riguardi delle proposte più audaci di sostegno alla domanda aggregata mediante politiche fiscali espansive. Non si può sottovalutare l'importanza dell'appoggio che Summers e Krugman hanno dato ai piani di intervento pubblico congegnati dall'amministrazione Obama. Tuttavia si può vedere come quel tipo di piano fosse non solo il massimo politicamente ottenibile, ma anche il massimo che nel retroterra analitico neo – Keynesiano si possa, almeno allo stato attuale della teoria, concepire. Collocandosi però *al di fuori* di quel filone analitico, e abbracciando una visione che abbia nella domanda aggregata una variabile cruciale per i processi di crescita al di là del particolare valore assunto dal tasso dell'interesse di politica monetaria, ci si può muovere sulla rotta accennata da Stiglitz.

Riferimenti sitografici

Summers L. H., Stiglitz J. (2018). Debate: Stiglitz vs. Summers on Secular Stagnation. *Project Syndicate* <https://www.project-syndicate.org/bigpicture/debate-stiglitz-and-summers-face-off-on-secular-stagnation>

Krugman P. (2018). On the Debt Non-Spiral. *New York Times*: <https://www.nytimes.com/2018/09/11/opinion/on-the-debt-non-spiral.html>

Krugman P. (2013). Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers. *New York Times*: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/>

Viscione, A. (2018). Il pensiero economico dominante scopre la politica fiscale? *Economia e Politica*: <https://www.economiaepolitica.it/il-pensiero-economico/il-pensiero-economico-dominante-scopre-la-politica-fiscale/>

Riferimenti bibliografici

Barba, A., & Pivetti, M. (2008). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), 113-137.

DeLong, J. B., Summers, L. H., Feldstein, M., & Ramey, V. A. (2012). Fiscal policy in a depressed economy [with comments and discussion]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 233-297.

Eggertsson, G. B., & Krugman, P. (2012). Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.

Hansen, A. H. (1939). Economic progress and declining population growth. *The American economic review*, 29(1), 1-15.

Hein, E. (2015). Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers. *PSL Quarterly Review*, 3 – 47.

Krugman, P. (2005). Is fiscal policy poised for a comeback?. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(4), 515-523.

Krugman, P. R., Dominquez, K. M., & Rogoff, K. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137-205.

Lerner, A. P. (1943). Functional finance and the federal debt. *Social research*, 38-51.

Pariboni, R. (2016). Household consumer debt, endogenous money and growth: A supermultiplier-based analysis. *PSL Quarterly Review*, 211 – 233.

Serrano, F. (1995). Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier. *Contributions to Political Economy*, 14(1), 67-90.

Skott, P. (2016). Public debt, secular stagnation and functional finance. In *Macroeconomics After the Financial Crisis* (pp. 32-49). Routledge.

Summers, L. H. (2014). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*, 49(2), 65-73.

Summers, L. H. (2015). Demand side secular stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60-65.

Tridico, P. (2012). Financial crisis and global imbalances: its labour market origins and the aftermath. *Cambridge Journal of Economics*, 36(1), 17-42.

Note

[1] Non si discuterà nel presente pezzo del contributo dato da Farmer, il quale è intervenuto a latere nel dibattito per segnalare la possibilità di avere un ulteriore punto di vista sulla tematica di quale sia il ruolo dell'intervento fiscale espansivo in una economia.

[2] In altre parole, non vi sarebbe spiazzamento sull'ammontare di investimento privato. Gli altri

punti discussi nel pezzo riguardano i concetti di output gap e isteresi, che qui non saranno trattati.

[3] Ovviamente non si può qui non menzionare il fatto che la ricostruzione proposta debba restare silente su quanto invece avvenuto sul versante propriamente politico, versante che vede in gioco altre dinamiche.

Politiche fiscali inadeguate | la stagnazione come risultato di una inadeguata politica fiscale espansiva

