

La parziale riscoperta della politica fiscale al tempo della stagnazione secolare

Davide Cassese - 23/09/2019 [social and political notes]

Nel 2014 **Larry Summers**, durante un discorso presso l'**FMI**, sosteneva che l'economia mondiale avrebbe corso il rischio di essere impigliata in una stagnazione secolare (Summers, 2014; 2015), vale a dire in una situazione di bassa crescita e di contestuale incapacità delle banche centrali di agire nella direzione di invertire il trend dell'economia, dato il livello dei tassi di interesse già eccezionalmente basso. Da quel momento la questione della stagnazione secolare è entrata nel dibattito scientifico e sta acquisendo molta importanza presso gli addetti ai lavori. Su questa rivista una fedele ricostruzione del dibattito è stata fatta da [Di Bucchianico](#) (2018). Rispetto a questo fenomeno, oltre alla ricerca delle cause che possono determinarla, diventa rilevante anche la ricerca di soluzioni per superare la stagnazione stessa. **La stagnazione secolare e il ruolo della politica monetaria** Secondo Summers le cause della stagnazione secolare dovrebbero essere ricercate nel fatto che il tasso di interesse naturale - quello che metterebbe in equilibrio risparmi ed investimenti - si trovi in territorio negativo. Dato che il tasso di interesse di mercato non può essere negativo, essendo quindi superiore a quello naturale, l'economia si trova ad operare in un contesto di deflazione, in cui gli investimenti ristagnano. Come soluzione Summers sostiene che le banche centrali debbano mantenere i tassi di interesse nominali a zero per lungo tempo, così da generare aspettative di inflazione future. L'aumento dell'inflazione attesa avrebbe un effetto espansivo, attraverso la riduzione dei tassi di interesse reali: modificherebbe le decisioni di consumo ed investimento e darebbe vigore alla dinamica dell'economia. A tale proposito, gli economisti Neo-keynesiani (NEK) hanno sempre conferito alla politica monetaria una certa capacità di superare i momenti di recessione attraverso la gestione dei tassi di interesse, di fatto esautorando la politica fiscale. Tuttavia la riduzione dei tassi di interesse, possibile in tempi normali, è diventata sempre meno percorribile dopo lo scoppio della crisi dei debiti sovrani. Con l'inizio del Qe la Banca Centrale Europea ha ridotto al minimo i tassi di interesse ma, nonostante questo, non vi sono stati effetti apprezzabili sul livello dell'attività economica e sulla dinamica dell'inflazione, controllo della quale è il suo principale obiettivo. **Summers e il ruolo della politica fiscale** Accertata l'assenza di ulteriori frecce all'arco delle banche centrali, ecco che una serie di articoli molto influenti (Blanchard, 2018; Summers e Stansbury, 2019; Terzi, 2019) ha preso in seria considerazione la necessità di ritornare a riscoprire la politica fiscale come viatico utile a sostenere il livello dell'attività economica. Su questa rivista un contributo di [Viscione](#) (2018) ricostruisce il dibattito recente. Summers e Stansbury (2019) riferendosi alla situazione di stagnazione in cui versa l'economia europea, hanno decretato l'inutilità della politica monetaria nel ripristinare elevati livelli di occupazione e, al contempo, sottolineato la necessità di riabbracciare una visione macroeconomica post-keynesiana, che attribuisca alla carenza di domanda aggregata la causa della stagnazione e all'intervento massiccio di politica fiscale dei governi la soluzione al problema. Nel fare ciò, implicitamente, ammettono che la spiegazione della persistente disoccupazione causata dalla presenza di rigidità strutturali - sostenuta dalla tradizione NEK (Blanchard e Summers 1986; Nickell 1999) e anche dalle istituzioni europee più influenti (Commissione Europea 2003; OECD 1994; BCE 2012; BCE, 2015) - sia da accantonare. L'articolo ha suscitato una serie di reazioni molto interessanti su **INET** (Institute of New Economic Thinking). Quasi tutti i contributi convergono nel sostenere che se da un lato è da apprezzare il cambio di rotta di Summers e altri, dall'altro non è possibile nascondere lo scetticismo rispetto alle loro posizioni circa il ruolo che attribuiscono alla politica fiscale in un'ottica di lungo periodo (Seccareccia e Lavoie, 2019) e circa la presunta funzione espansiva della politica monetaria nelle loro analisi (Storm, 2019). Per Summers e Stansbury, infatti, sembra che l'importanza della politica fiscale assuma un ruolo *residuale*, nel senso di ultima alternativa possibile in una situazione di stagnazione. Nonostante Summers abbia già invocato l'intervento della politica fiscale nel periodo post-crisi (Summers, 2015),

la virata verso la strada di Cambridge appare, tutto sommato, incompleta: sembra che sia dato alla politica fiscale solo un ruolo anticiclico e non di sostegno e propulsione all'attività economica, come vorrebbe la scuola post-keynesiana. Secondo le posizioni NEK tradizionali, esisterebbe un tasso di disoccupazione naturale (**NAIRU**) in grado di garantire la stabilità dei prezzi nel sistema economico. Al NAIRU è associato il PIL potenziale, cioè il massimo livello di produzione raggiungibile senza generare tensioni inflazionistiche. In caso di recessione, con il tasso di disoccupazione effettivo superiore rispetto a quello naturale, la teoria NEK propone di ridurre il tasso di interesse monetario per favorire la crescita degli investimenti - garantendo la spontanea convergenza del sistema verso i suoi valori naturali, cioè potenziali. La posizione assunta dalla teoria NEK, tuttavia, pare riposare su degli automatismi non necessariamente verificabili: i) che la riduzione del tasso di interesse abbia necessariamente effetti espansivi; ii) che la tendenza verso l'equilibrio naturale sia spontanea e non ostacolata da altre forze che potrebbero agire. Va sottolineato, tuttavia, che alcune posizioni tipiche della tradizione NEK sono state messe in discussione da alcuni economisti: Galì (2012) ha chiaramente sostenuto che l'introduzione della flessibilità nel mercato del lavoro non sempre è utile ad accrescere l'occupazione; Eggertsson (2014) ha messo in luce gli effetti pro-ciclici delle riforme strutturali in un contesto *Zero Lower Bound* (ZLB). Tuttavia negli anni, con la persistenza della disoccupazione per prolungati periodi (cd. isteresi) e con le banche centrali vincolate dallo ZLB, si è creduto che un ruolo, nel ricondurre il sistema verso i valori naturali, spettasse alla politica fiscale (tra gli altri: De Long e Summers, 2012; Fatàs e Summers, 2016). In questo quadro l'efficacia della politica fiscale è comunque limitata al breve periodo, cioè al mero raggiungimento dell'equilibrio naturale, dato che, per questa teoria, l'utilizzo della politica fiscale espansiva nel tentativo di ridurre il tasso di disoccupazione al di sotto di quello naturale determinerebbe unicamente l'aumento dei prezzi. Coerente con le posizioni teoriche alle quali appartiene, è come se Summers ricorresse alla politica fiscale solo perché la politica monetaria non è più in grado di svolgere ruolo che, normalmente, svolgerebbe in una situazione diversa dallo ZLB. Ripristinare l'importanza della politica fiscale in chiave anticiclica, però, non è scontato conduca questi autori ad una valorizzazione della politica fiscale come strumento di crescita ed espansione *anche* nel lungo periodo. Ecco quindi che recuperare una visione post-keynesiana impone, necessariamente, di riconsiderare non solo il ruolo della politica fiscale rispetto alla situazione di ZLB ma il ruolo della politica fiscale in *assoluto*, come strumento di sostegno e gestione della domanda aggregata. Perché ciò accada, occorre cominciare con l'abbandonare il concetto, inafferrabile e di difficile interpretazione, di tasso di disoccupazione naturale (Stockhammer e Klar, 2011; Stirati, 2016; Heimberger, Kapeller e Shultz, 2016; Fontanari, Palumbo, Salvatori, 2019). **L'importanza delle politica fiscale nel lungo periodo** La ragione per cui le posizioni post-keynesiane attribuiscono alla politica fiscale un ruolo determinante anche in un contesto di lungo periodo risiede proprio nell'idea che i) non esista un equilibrio naturale compatibile con la stabilità dei prezzi (NAIRU) e che ii) la causa della recessione risieda in una carenza di domanda aggregata nel sistema. Eliminando, dunque, quegli elementi teorici che fungono da ostacolo alla possibilità di realizzare politiche espansive nel lungo periodo, viene concesso alla politica fiscale un ruolo trainante la crescita, senza la preoccupazione di generare fiammate inflazionistiche postulate dalla curva di Phillips verticale. Ma proprio alla luce dei recenti studi sulla scomparsa della Curva di Phillips sembra che ci sia sufficiente materiale per ritenere poco attendibile la presenza di un limite inflazionistico "naturale", determinato dai fondamentali dell'economia, che impedisca l'attuazione di politiche fiscali espansive. Non a caso, un recente contributo di Blanchard (2018), confermando l'assenza di relazione tra disoccupazione e inflazione, suggerisce un allontanamento dal concetto di equilibrio naturale la valorizzazione di posizioni teoriche alternative. Si è avuto agio di constatare che al fenomeno di isteresi tradizionale - l'idea, cioè, che uno shock negativo all'economia possa incidere permanentemente sulla crescita e sull'occupazione future (Martin et al., 2014; Ball, 2014; Blanchard, Cerutti, Summers, 2015) - si associ quello di un'isteresi "al contrario": l'idea, cioè, che una politica espansiva non abbia solamente effetti circoscritti al breve

periodo ma influenzi in modo persistente anche i livelli di attività nel futuro (Ball, 2014; Girardi e Pariboni, 2015; Girardi et al., 2018; Gechert et al., 2018; Jump e Stockhammer, 2019). Ciò è determinato dal fatto che la l'accumulazione e la crescita risultano essere endogene al sistema economico e non limitate dalla scarsità delle risorse presenti o da fattori strutturali. Stando a queste conclusioni, bassi livelli di attività correnti non sarebbero riconducibili a delle rigidità che ostacolano la ripresa dell'economia ma rifletterebero una carenza di investimenti in passato. La riduzione degli investimenti correnti, e quindi della capacità produttiva, endogenamente riduce il prodotto potenziale dei periodi successivi e dà vita ad una perdita cumulativa nel tempo (Garegnani, 1992; Garegnani e Palumbo, 1998) **Le politiche espansive e le regole europee** Se si può esprimere un certo gradimento per l'inizio di questa transizione, certo non si può essere certi che massicci programmi di sostegno alla domanda attraverso il ruolo del governo possano essere realizzabili nel recinto delle regole dettate dell'unione monetaria europea. Il Patto di stabilità e crescita, il Fiscal Compact e le regole sul saldo strutturale rendono difficile attuare delle politiche espansive: anzi, la loro rigidità rischia di compromettere la ripresa e la crescita ([Realfonzo, 2019](#); [Ciaffi, Deleidi, Levrero, 2019](#)). Ciò perchè i modelli che ispirano le correzioni strutturali di bilancio richieste dalle regole europee agli stati membri sono modelli che si fondano sull'equilibrio naturale e, come tali, non rendono necessarie politiche espansive orientate a ridurre la disoccupazione oltre la barriera del NAIRU ma richiedono l'attuazione di ambiziosi programmi di riforme strutturali (Varga e Veld, 2014; Commissione Europea, 2016). Di più, data l'incertezza che caratterizza le stime del PIL potenziale e del NAIRU ([Cassese, 2018](#)), in molti casi le regole europee richiedono una restrizione fiscale, pur in presenza di una disoccupazione molto elevata ([Cassese, 2019](#)). Esiste, certo, un limite politico ma esso è legato alla teoria che ispira le regole medesime. Questi elementi sanciscono una incompatibilità di fondo tra l'assetto delle regole europee e ambiziose svolte di politica economica orientate a perseguire crescita e aumento di occupazione attraverso politiche di gestione della domanda. Nonostante vi sia stato il richiamo alla necessità di rivedere le regole europee sul PSC (Blanchard, 2018; Pisani-Ferry, 2019), non sembra che, presso le istituzioni europee, vi siano posizioni di apertura. Sembra, anzi, che vi sia l'intenzione di rafforzare i criteri di monitoraggio sulla crescita della spesa pubblica di ogni Paese, nel solco tracciato dall'introduzione dell'*expenditure benchmark*, introdotto nell'ambito del Six Pack del 2011. Il controllo della spesa favorirebbe una dinamica sostenibile del debito pubblico rispetto al PIL e garantirebbe il rispetto delle regole di finanza pubblica. Elemento che sembra il fine ultimo delle regole europee. * Dottorando Università Roma Tre **Bibliografia** Ball, L. (2014) "Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries", Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research. BCE (2012). Bollettino n 87 2012. BCE (2015). Bollettino n. 7/2015. Blanchard, O. (2018) "Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?", Journal of Economic Perspectives—Volume 32, Number 1—Winter 2018—Pages 97–120. Blanchard, O. (2019) "Europe Must Fix Its Fiscal Rules", Project Syndicate. Blanchard, O. J. Summers, L. (1986) "Hysteresis and the european unemployment problem", NBER macroeconomics annual 1, 15,78. Blanchard, O., Cerutti, E., Summers, L. (2015) "Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications", IMF Working Paper Research Department, Authorized for distribution by Maurice Obstfeld 2015. Blanchard, O., Cerutti, E., Summers, L. (2015) "Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications", IMF Working Paper Research Department, Authorized for distribution by Maurice Obstfeld 2015. Cassese, D. (2018) "Deficit strutturale italiano: una questione di stime", [economiaepolitica.it](#). Cassese, D. (2019) "Crescita e PIL potenziale: le stime controverse di Bruxelles", [economiaepolitica.it](#). Commissione Europea (2003) "Wage flexibility and wage interdependencies in EMU". Chapter 4 of: European Economy: 2003 Report. Commissione Europea (2016) "The Economic Impact of Selected Structural Reform Measures in Italy, France, Spain and Portugal", EUROPEAN ECONOMY, INSTITUTIONAL PAPER 023. Di Bucchianico, S. (2019) "Stagnazione Secolare: politiche fiscali inadeguate o trappola della liquidità?", [economiaepolitica.it](#). Engler, P., Tervala, J. (2016). "Hysteresis and fiscal policy", Deutsches Institut für

Wirtschaftsforschung 2016, discussion paper. Fatas, A., Summers, L. (2016) "The Permanent Effects of Fiscal Consolidations", No 22374, NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research. Fontanari, C., Palumbo, A., Salvatori, C. (2019) "Demand-determined potential output: a revision and update of Okun's original method", Institute of Economic Thinking (INET). Gechert, S., Horn, G., Paetz, C. (2018) "Long term effects of fiscal stimulus and austerity in Europe" IMK Working Paper 179-2017, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute. Girardi, D., Meloni, W., Stirati, A. (2017) "Persistent Effects of Autonomous Demand Expansions", Institute of Economic Thinking (INET). Girardi, D., Pariboni, R. (2015) "Autonomous demand and economic growth: some empirical evidence", Working Paper del Centro Sraffa n. 13. Heimberger, P., Kapeller, J., Shutz, B. (2016) "What's Structural About Unemployment in Europe? On the Determinants of the European Commission's NAIRU Estimates", ICAE Working Papers 47, Johannes Kepler University, Institute for Comprehensive Analysis of the Economy. Jump, R; Stockhammer, E. (2019) "RECONSIDERING THE NATURAL RATE HYPOTHESIS", FMM WORKING PAPER. Martin, R. Teyanna M., Beth, A (2015) "Potential Output and Recessions: Are We Fooling Ourselves?" Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance, Discussion Papers Number 1145 Nickell, S. (1998). "Unemployment: Questions and some answers". The Economic Journal, 108.448, 802-816 OECD (1994) OECD Jobs Study, Paris: OECD. Pisani-Ferry, J. (2019) "When Facts Change, Change the Pact", Project Syndicate. Realfonzo, R. (2019) "L'Europa malata e le riforme necessarie"

"*economiaepolitica.it*

Seccareccia, M., Lavoie, M. (2019) "Central Banks, Secular Stagnation, and Loanable Funds", Institute of Economic Thinking (INET). Stirati, A. (2016) "Blanchard, the NAIRU, and Economic Policy in the Eurozone", Institute of Economic Thinking (INET). Stockhammer, E., Klar, E. (2011) "Capital accumulation, labour market institutions and unemployment in the medium run" [Cambridge Journal of Economics](#), 2011, vol. 35, issue 2, 437-457 Storm, S. (2019) "Summers and the Road to Damascus", Institute of Economic Thinking (INET). Summers, L. (2014) "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", Business Economics Vol. 49, No. 2, National Association for Business Economics. Summers, L. H. (2015). Demand side secular stagnation. American Economic Review, 105(5), 60-65. Summers, L., Stansbury, A. (2019) "Whither Central Banking?", Project Syndicate. Terzi, A. (2019) "La politica monetaria lascia la scena alla politica fiscale" *lavoce.info*. Varga, J., Veld, J. (2014) "The potential growth impact of structural reforms in the EU: A benchmarking exercise", Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers 541 | December 2014. Viscione, A. (2018) "Il pensiero economico dominante scopre la politica fiscale?", *economiaepolitica.it*.