

La crisi e i moltiplicatori fiscali

TERENZIO COZZI*

1. Politiche anti-crisi poco efficaci

L'attuale crisi impressiona per gravità e durata. È del tutto evidente l'inadeguatezza delle politiche adottate per contrastarne gli effetti sull'occupazione e la crescita, sulla stabilità finanziaria, sui disavanzi pubblici e sui debiti sovrani.

La Federal Reserve (Fed) e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno cercato di fronteggiare la crisi utilizzando in modi inusitati la politica monetaria facendo ampio ricorso a manovre espansive di tipo nuovo e di dimensioni impensabili in un passato anche molto recente. Sarebbero infatti state considerate dimensioni estremamente pericolose per le spinte inflazionistiche che avrebbero potuto mettere in moto e che, invece, sono risultate del tutto assenti. Purtroppo però gli andamenti reali delle economie hanno risentito in misura limitata dell'enorme espansione monetaria attuata dalla Fed e dalla BCE. Ancora una volta si è dovuto prendere atto che, come insegnava Keynes, la politica monetaria è molto poco efficace nello stimolare l'attività economica in periodo di crisi, quando le aspettative negative fanno ampio premio sulla riduzione dei tassi di interesse: da un lato le imprese decidono di non investire, dall'altro le banche decidono di (o sono costrette a) limitare la concessione di prestiti (*credit crunch*). In aggiunta, nel caso specifico dei paesi dell'Europa mediterranea, la politica espansiva della BCE non è riuscita a far abbassare il costo del credito per le imprese che non hanno ancora subito il blocco. È servita invece a salvare le banche, sostenendo le quotazioni dei titoli pubblici (negli USA anche con l'acquisto di titoli tossici).

* Università degli Studi di Torino. E-mail: terenzio.cozzi@unito.it. Ringrazio due anonimi referees per gli utili suggerimenti che mi hanno dato.

Neanche la politica fiscale è risultata molto efficace nel risollevarle le economie dalla crisi. Ma sono necessarie alcune importanti qualificazioni. I disavanzi e i debiti pubblici sono aumentati sensibilmente nelle economie avanzate. In misura particolarmente elevata negli Stati Uniti dove il debito è passato dal 62% nel 2007 al 107% nel 2012 per effetto dell'andamento del disavanzo che è passato dall'1,2% del 2007 a quasi il 13% del 2009, per poi ripiegare al 10% nel 2011 e all'8,7% nel 2012 in seguito alla forte pressione del partito repubblicano diventato maggioritario al Congresso. La fortissima espansione della spesa pubblica ha indubbiamente contribuito ad arrestare la crisi produttiva: il PIL è crollato del 3,5% nel 2009, si è ripreso del 3% nel 2010 per poi rallentare la crescita all'1,6-1,7% nei due anni successivi. Risultati piuttosto apprezzabili se paragonati a quelli europei, ma nondimeno un po' deludenti se confrontati con l'ammontare complessivo delle risorse pubbliche utilizzate allo scopo.

Sembra perciò che i moltiplicatori fiscali, vale a dire i rapporti tra gli incrementi del PIL e quelli dei disavanzi pubblici, siano risultati piuttosto bassi in termini reali. È stata dunque molto modesta l'attivazione della domanda globale da parte di diverse tipologie di spesa pubblica (ad esempio quelle che sono andate a coprire le perdite di banche finanziariamente in *default*). In proposito si è svolto tra gli economisti un ampio dibattito che non ha riguardato solo gli effetti delle politiche fiscali espansive ma anche quelli delle politiche restrittive.

2. Il rigore non è espansivo

Il dibattito, accademico e non solo, si è infiammato attorno alla metà del 2010. Da un lato, il G20 tenuto a Toronto sottolineava come i paesi ricchi avrebbero dovuto "almeno" dimezzare i disavanzi pubblici entro il 2013. Dall'altro lato, il Congresso americano riusciva a bloccare il nuovo programma di (mini-)stimolo proposto da Obama. Gli economisti di impostazione keynesiana, come Krugman, affermavano che il passaggio all'austerità andava considerato come un colossale errore e tacciavano certe affermazioni ufficiali come apparentemente "provenienti dalla

raccolta dei discorsi di Herbert Hoover” (Krugman, 2010). Al contrario, diversi economisti dell’orientamento neoclassico prevalente (*mainstream*) affermavano che un ben congegnato programma di austerità, attuato con tagli di spesa e rigore di bilancio, non solo non avrebbe provocato la depressione ma avrebbe addirittura potuto avere effetti di stimolo all’economia (*rigore fiscale espansivo*), una possibilità che, già da tempo, era stata indicata da Giavazzi e Pagano (1990; 1996), da Alesina e Perotti (1995; 1997) e da Alesina e Ardagna (1998; 2010). Tesi simili avevano (e hanno ancora un po’) corso in Germania e nei paesi nordici della UE, oltre che in alcuni ambienti della BCE.

All’inizio del nuovo decennio tutte le principali economie, in primo luogo quelle europee (Germania compresa), hanno registrato decelerazioni tali da evocare il rischio di ricadute nella depressione (*double dip*) a livello continentale, rischio effettivamente concretizzatosi in molti paesi tra cui l’Italia. Corrispondentemente, si è vivacizzato e approfondito il dibattito sugli effetti delle politiche di austerità, in particolare quelle molto severe imposte in Europa ai paesi in difficoltà di finanziamento dei debiti sovrani.

Ma ancora prima la tesi del rigore espansivo aveva perso buona parte del proprio appeal in seguito alle critiche di metodo e di merito formulate da alcuni studiosi operanti nell’ambito del Fondo Monetario Internazionale (IMF). Per gli aspetti di metodo, è stata innanzitutto criticata la non corretta individuazione dei periodi di risanamento fiscale (*fiscal consolidation*) che ha provocato la distorsione delle conclusioni, sottovalutando gli effetti depressivi e sopravvalutando quelli espansivi.

Infatti, con la corretta identificazione dei periodi e con riferimento alle politiche di risanamento intraprese da 15 economie avanzate nel corso degli anni 1980-2009, le analisi dell’IMF (2010) arrivano facilmente alla conclusione che “il risanamento fiscale ha tipicamente un effetto depressivo” sulla produzione e sull’occupazione.¹ Tali effetti

¹ L’effetto depressivo è tutt’altro che trascurabile: “un consolidamento pari all’1% del PIL riduce tipicamente il PIL in termini reali di circa lo 0,5% nel giro di 2 anni. L’effetto sul tasso di disoccupazione è di un incremento di circa 0,3 punti percentuali dopo 2 anni”

sono stati parzialmente mitigati da robuste riduzioni dei tassi di interesse praticati dalle banche centrali e soprattutto da consistenti svalutazioni, eventualità queste ultime ovviamente non praticabili da parte dei paesi dell'eurozona nei confronti degli altri paesi membri.

Per la tradizione keynesiana, la riduzione della spesa o l'aumento delle tasse hanno l'effetto di deprimere l'attività economica: parlare di rigore espansivo è una vera e propria contraddizione in termini. Su quali argomentazioni si può basare la visione opposta? La teoria neoclassica può offrire qualche elemento,² anche se non si può escludere che alcuni propugnatori del rigore espansivo possano fondare il proprio sostegno su una più generale valutazione di inopportunità dell'uso del bilancio pubblico a scopi anticiclici.³

Molti modelli neoclassici incorporano l'ipotesi che i soggetti economici, dotati di aspettative razionali, siano tanto lungimiranti da prevedere che una restrizione fiscale decisa oggi abbia l'effetto di eliminare la possibilità di più ampi e dolorosi aggiustamenti fiscali futuri (ma considerati certi prima della decisione attuale). Perciò i consumatori, sentendosi già da subito più ricchi non dovendo più pagare quello che prima consideravano come debito, deciderebbero di consumare di più e le imprese, contando sui maggiori profitti derivanti dalla minor tassazione futura, deciderebbero di investire di più. A stimolare ulteriormente gli investimenti provvederebbe poi la riduzione dei tassi di interesse determinata dal minor rischio-paese che, oltre a beneficiare i conti

(IMF, 2010, pp. 98-99). Si veda anche Batini, Callegari e Melina (2012) e Blanchard e Leigh (2013).

² Nei modelli neoclassici la crescita di lungo periodo è determinata solo dal lato dell'offerta, non da quello della domanda. Per ipotesi dunque, la riduzione della spesa pubblica non influenza negativamente i livelli di produzione di lungo periodo.

³ Si veda ad es. Alesina e Ardagna (2010, p. 15): "an anticyclical fiscal policy based upon spending increases in recessions and tax increases to correct the deficits during expansions is likely to be counterproductive in addition to implying a creeping up of the size of government already around 50 per cent of GDP or more in European countries". Ma qualche tempo prima, nell'inverno 2009, Alesina non mostrava la stessa contrarietà a politiche anticicliche. Assieme a Guido Tabellini sosteneva infatti che: "The urgent need is for coordinated action to stimulate the global economy with fiscal and monetary measures" (citati da Taylor, 2009, p. 237).

pubblici, provocherebbe anche riduzioni del costo dei prestiti per le imprese. In aggiunta, tassi di interesse più bassi farebbero crescere la ricchezza finanziaria di famiglie e imprese contribuendo così all'aumento della domanda effettiva.

Per questa impostazione conta poco che diversi operatori, famiglie o imprese, non dispongano affatto delle risorse necessarie per aumentare la spesa, perché potrebbero chiederle in prestito alle banche. Ma le famiglie potrebbero, al contrario, essere soggette a quelli che in letteratura vanno sotto il nome di vincoli di liquidità e non riuscire a trovare banche disposte a far loro credito. E lo stesso potrebbe valere per molte imprese soprattutto nei periodi di depressione quando le banche, dovendo fare i conti con l'aumento delle insolvenze, tendono a limitare la concessione di prestiti (*credit crunch*).

Per non parlare poi della possibilità, molto concreta, che le condizioni attuali di crisi facciano peggiorare le aspettative imprenditoriali in misura tale da rendere irrilevante, o quanto meno dubbia, la previsione dei miglioramenti che dovrebbero essere determinati dalla più bassa tassazione in un futuro probabilmente non molto vicino. E, con molta probabilità, anche le famiglie potrebbero essere indotte dal deterioramento delle aspettative occupazionali a ridurre la spesa per consumi al fine di aumentare il risparmio precauzionale.

Se accanto alla riduzione della spesa pubblica, anche quella privata di imprese e famiglie è tenuta a freno, le prospettive di depressione sono destinate a crescere e quelle di ripresa ad allontanarsi. Nel caso dell'Italia e dell'Europa periferica si deve poi mettere in conto un ulteriore peggioramento delle aspettative: poiché i processi di austerità sono simultaneamente imposti a tanti paesi, nessuno di essi può sperare di avere un reale sollievo dalle vendite all'estero.

La BCE continua però a sostenere non solo la necessità di politiche di risanamento dei conti pubblici per i paesi dell'Europa mediterranea, ma anche che i conseguenti effetti negativi di breve periodo sono molto rilevanti solo se le politiche di risanamento avvengono in situazioni di "credibilità imperfetta", mentre sono decisamente minori in situazioni di "piena credibilità" (BCE, 2012, pp. 88-92). Il termine credibilità è riferito alle attese dei mercati a proposito dell'impegno dei governi a realizzare le

misure di risanamento. Può darsi che a lungo andare le aspettative dei mercati finanziari, che sono sempre piuttosto negative quando si tratta di paesi molto indebitati, possano cambiare in meglio e influenzare quelle di famiglie e imprese. Ma è probabile che si debba aspettare molto, almeno a giudicare da quello che sta avvenendo nei paesi periferici dell'UE fin dall'inizio dei programmi di risanamento. Non è poi affatto facile per i governi mantenere a lungo severe politiche restrittive fortemente invise all'elettorato che, da un lato paga più tasse e dall'altro subisce i tagli alle spese pubbliche che giudica negativamente essendo ben consapevole che in molti casi non si tratta affatto di sprechi ma di spese invece molto utili e produttive.

3. I moltiplicatori alti fanno fallire le politiche di austerità

Una volta sgomberato il campo dalle suggestioni del rigore espansivo, preso atto cioè che gli effetti positivi delle restrizioni sono molto limitati o del tutto inesistenti e che quindi i moltiplicatori della spesa pubblica non hanno valori negativi (non trasformano cioè una riduzione della spesa in una espansione della domanda globale), rimane da valutare quali valori reali positivi questi moltiplicatori possano avere nelle singole circostanze. La teoria keynesiana prevede valori ben superiori a quelli previsti da quella neoclassica.

Valori del moltiplicatore positivi ma bassi (vicini allo zero), pur non essendo da rigore espansivo, comportano tuttavia che eventuali politiche di restrizione fiscale abbiano effetti recessivi deboli, così come sarebbero deboli gli effetti espansivi di politiche di aumento della spesa. Valori elevati del moltiplicatore implicano invece che le politiche restrittive abbiano forti effetti depressivi mentre quelle espansive possano dare forti impulsi alla ripresa.

Nel più semplice modello keynesiano, il moltiplicatore della spesa pubblica è normalmente di valore ben superiore a 1.⁴ Una riduzione della spesa riduce quindi il PIL in misura superiore (moltiplicandola per un valore maggiore di 1). Per arrivare a un moltiplicatore uguale a 1 bisogna considerare il caso di una riduzione della spesa e delle imposte di pari ammontare, così da lasciare inalterato il saldo del bilancio pubblico. Il *teorema di Haavelmo*⁵ o *del bilancio in pareggio* dimostra allora che la domanda globale, e quindi il PIL, si ridurrebbe nella misura della riduzione della spesa (e delle imposte). In altre parole, il teorema afferma che l'effetto depressivo di una riduzione della spesa è maggiore dell'effetto espansivo di una equivalente riduzione delle imposte, con un effetto netto pari alla minor spesa. Anche questa conclusione non è accettata in alcuni ambiti della teoria neoclassica.

Invece, i modelli a prezzi e salari perfettamente flessibili, che rappresentano le versioni più moderne dell'impostazione neoclassica, quelli noti come modelli DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*), portano alla conclusione che il moltiplicatore abbia normalmente valori inferiori a 1 perché ipotizzano che un aumento della spesa pubblica non dia alcuno stimolo alla domanda privata⁶ ma abbia invece solo l'effetto di spiazzarla, almeno in parte. Innanzitutto perché prevedono che la spesa pubblica venga finanziata mediante imposte da prelevare prima o dopo.⁷ Questa riduzione della domanda privata non basta però a far sì che il moltiplicatore abbia un valore minore di 1. In termini keynesiani saremmo infatti nel caso del teorema del bilancio in pareggio e quindi con il moltiplicatore uguale a 1. Ma, secondo i neoclassici, interviene anche un'ulteriore caduta della domanda privata in seguito

⁴ È infatti pari al reciproco della somma delle quote di reddito detratte dal flusso circolare per risparmi, prelievo fiscale e importazioni.

⁵ Haavelmo (1945).

⁶ Al contrario, nei modelli keynesiani alla Kaldor-Sylos Labini, dove gli investimenti sono stimolati dai profitti attesi, a loro volta influenzati dal grado di utilizzo della capacità produttiva, la spesa pubblica ha un effetto favorevole sugli investimenti privati. Cfr. ad esempio Kaldor (1961) e Sylos Labini (1984, pp. 231-262).

⁷ La data esatta del prelievo è da considerarsi irrilevante date le ipotesi di aspettative razionali e di equivalenza ricardiana.

all'aumento del tasso di interesse reale che le autorità monetarie deciderebbero al fine di frenare la crescita dei prezzi che, date le condizioni di pieno impiego, verrebbe altrimenti a determinarsi. E infatti, nel caso in cui la politica monetaria dovesse tenere costante il tasso di interesse reale, il moltiplicatore risulterebbe uguale a 1 (Woodford, 2011).

Le conclusioni appena raggiunte per il caso dell'espansione della spesa pubblica debbono ovviamente essere rovesciate quando si considera il caso della restrizione. Non cambiano i valori del moltiplicatore ma li si deve applicare in senso inverso. Quando i valori sono bassi, alla riduzione della spesa e delle tasse corrispondono cadute produttive e occupazionali deboli. Succede il contrario quando i valori del moltiplicatore sono alti. È anzi probabile che certi valori possano addirittura mettere a repentaglio le prospettive di risanamento del bilancio pubblico.⁸ Questa affermazione dovrebbe essere considerata un monito contro i rischi di decisioni (o imposizioni) volte a realizzare consolidamenti troppo rapidi del debito pubblico (si tornerà in argomento più avanti).

Secondo la tradizione neoclassica, un'influenza notevole sul valore del moltiplicatore viene esercitata dal tasso di interesse. È la diminuzione del tasso che provoca l'aumento della spesa privata per consumi e investimenti e abbassa perciò il valore del moltiplicatore, attenuando così la caduta dei livelli produttivi altrimenti provocata dalla riduzione della spesa pubblica. Se l'elasticità della spesa privata al variare del tasso di interesse è elevata, come normalmente viene ipotizzato nell'impostazione

⁸ Si consideri il caso di valori del rapporto debito pubblico/PIL pari al 100%. Se il moltiplicatore ha valore superiore a 1, una politica che tagli il disavanzo e il debito dell'1% avrà l'effetto di far aumentare il rapporto (da 1,0 a 1,005 se il moltiplicatore è pari a 1,5).

Più in generale, supponiamo che, con tagli di spesa o aumenti di entrate, la politica di austerità faccia ridurre il debito D dell'1% del PIL. Se si indica con m il valore del moltiplicatore, il rapporto D/PIL dopo la riduzione del debito diventa: $\frac{D - 0,01PIL}{PIL - 0,01mPIL}$ che,

$m \frac{D}{PIL} > 1$. come si può facilmente dimostrare, risulta maggiore del valore iniziale D/PIL se:

Se, come è il caso italiano, $\frac{D}{PIL} > 1,30$ perché si verifichi un peggioramento dell'iniziale rapporto di debito basta che si abbia $m > 0,77$, un valore quindi piuttosto basso.

neoclassica, il livello del moltiplicatore si riduce di molto e quello dell'attività produttiva di poco. A conferma di questa affermazione si può aggiungere che nelle situazioni in cui il tasso di interesse nominale ha raggiunto valori prossimi allo zero per cui, non potendo essere ridotto, non può provocare aumenti degli investimenti, il moltiplicatore tocca livelli molto elevati. La dimostrazione teorica è fornita da Woodford (2011, pp. 15-21 e pp. 27-30) che utilizza praticamente lo stesso modello che, per tassi di interesse più alti, portava alle precedenti conclusioni. Le verifiche empiriche, iniziate solo recentemente in quanto prima l'attenzione non era quasi mai concentrata sulle situazioni di restrizione fiscale, confermano che i valori dei moltiplicatori sono particolarmente elevati quando il tasso di interesse si trova piuttosto vicino allo zero, che è proprio la situazione dei nostri giorni.

È però molto probabile che, più del basso tasso di interesse, sia la stessa depressione a far sì che il moltiplicatore assuma valori elevati. Per la tradizione keynesiana infatti, l'elasticità degli investimenti al tasso di interesse è sempre molto bassa nei periodi di depressione - e anche un po' prima - quando cioè le aspettative imprenditoriali sono negative. I valori del moltiplicatore sono poi particolarmente alti anche perché nei periodi di depressione operano quasi esclusivamente in termini reali, non risultando diminuiti da rilevanti aumenti dei prezzi che in tali periodi sono piuttosto improbabili. Anche per i modelli neoclassici i valori del moltiplicatore tendono ad essere piuttosto alti quando c'è la depressione, specialmente durante o dopo una crisi finanziaria (Corsetti *et al.*, 2009). Le aspettative negative hanno infatti l'effetto di ridurre i livelli di spesa delle famiglie e delle imprese, facendo così crescere il valore del moltiplicatore.

4. I moltiplicatori sono alti nei periodi di depressione

La maggior parte delle indagini empiriche fino allo scoppio dell'attuale crisi, e anche un po' dopo, trovavano valori dei moltiplicatori

piuttosto bassi, attorno allo 0,5.⁹ I dati utilizzati riguardavano però periodi non di crisi ma di crescita abbastanza uniforme, noti negli Stati Uniti come periodi di grande moderazione. L'attenzione era quindi concentrata sugli effetti delle politiche espansive e la conclusione (non certo in contrasto con il *mainstream* che probabilmente l'aveva ispirata) era che l'aumento della spesa pubblica avrebbe comportato limitati effetti benefici sull'attività produttiva e avrebbe invece accresciuto in misura rilevante il disavanzo e il debito pubblico.¹⁰

Quando è scoppiata la crisi, nell'ambito dell'IMF si è continuato per qualche tempo a ritenere che le politiche espansive potessero dare una spinta debole alla ripresa. Non si è neppure prestata troppa attenzione ai risultati di ricerche empiriche che indicavano come i moltiplicatori fossero particolarmente alti in presenza di crisi finanziarie. Sono incominciati a sorgere dubbi solo quando sono arrivate le crisi dei debiti sovrani di diversi paesi europei ai quali sono state imposte, più o meno simultaneamente, severe politiche di austerità che hanno contribuito ad aggravare le condizioni di depressione. Solo allora all'IMF sono iniziate ad apparire indagini che trovavano valori dei moltiplicatori sensibilmente più elevati di quelli rilevati in precedenza, per giungere solo recentemente all'ammissione di averli prima notevolmente sottostimati.¹¹

Non molto tempo prima, alcune ricerche svolte all'interno dell'IMF (Batini *et al.*, 2012) e in ambito accademico (Ramey, 2011; Parker, 2011; Auerbach e Gorodnichenko, 2012), avevano mostrato come i moltiplicatori risultassero molto più alti nei periodi di depressione che in quelli di espansione sia pur moderata. Per la spesa pubblica aggregata, secondo "le stime preferite" dagli ultimi due autori, "il moltiplicatore è compreso tra 0 e 0,5 nelle espansioni e tra 1 e 1,5 nelle depressioni" (p. 19). Ma per alcune componenti della spesa il divario risulta molto maggiore e i moltiplicatori nelle recessioni molto più alti. Ad esempio, il

⁹ Cfr. Spilimbergo *et al.* (2009); Blanchard e Leigh (2013).

¹⁰ La conclusione è riferita alle politiche espansive di un singolo paese. Sarebbe molto più criticabile se fosse riferita a quelle di un ampio insieme di paesi perché ciascuno di questi verrebbe a beneficiare dalle politiche espansive degli altri.

¹¹ Blanchard e Leigh (2013 p. 19): "[...] actual fiscal multipliers have been larger than forecasters assumed".

valore stimato per il moltiplicatore delle spese per consumi pubblici va da 0,17 per le fasi di espansione a 2,11 per quelle di recessione (p. 9, tab. 1).

La conclusione, che ormai ha trovato conferme empiriche sempre più numerose, è completamente in linea con la tradizione keynesiana ma non è neppure del tutto avulsa da quella ottenuta in alcune recenti versioni non lineari dei modelli DSGE che, a differenza di quelle lineari¹² precedenti, riescono a distinguere le situazioni di boom da quelle di depressione.

Nei periodi di depressione i moltiplicatori tendono ad essere particolarmente alti anche perché i tassi di interesse tendono ad essere piuttosto bassi. Le indagini empiriche confermano ampiamente questa affermazione, anche se non è facile distinguere l'effetto depressione dall'effetto tassi. Un'importante indagine, condotta da numerosi studiosi che utilizzano 7 modelli strutturali DSGE (Coenen *et al.*, 2012), stima valori dei moltiplicatori piuttosto elevati specialmente quando la politica monetaria si muove in senso espansivo. L'indagine intende misurare la dimensione degli effetti espansivi di politiche di stimolo fiscale. I modelli prevedono che lo stimolo venga a provocare qualche aumento dei prezzi. E allora, in presenza di una politica monetaria espansiva, questa spinta inflazionistica fa ridurre i tassi di interesse reali, stimolando così i consumi e gli investimenti privati.

Lo stimolo ha dimensioni particolarmente elevate anche nel modello di Christiano *et al.* (2011), che stima valori del moltiplicatore superiori a 3. La stima è probabilmente troppo alta se si considerano periodi di depressione durante i quali i prezzi tendono a crescere poco. Soprattutto, lascia perplessi il livello troppo elevato dell'elasticità degli investimenti rispetto al tasso di interesse che è tipico dei modelli DSGE, anche di quelli che, come questo, introducono qualche aspetto keynesiano.

La conclusione di Christiano *et al.* di valori del moltiplicatore particolarmente elevati rimane però valida quando è in atto un severo

¹² Cfr. Parker (2011) per una critica serrata ai modelli DSGE lineari nei quali “si assume che la politica fiscale sia altrettanto efficace in recessione, quando ci possono essere risorse inutilizzate, come in boom, quando non ce ne sono” (p. 707, corsivo nell'originale).

processo di risanamento dei conti pubblici e i tassi di interesse sono già stati portati vicino allo zero. Succede allora che la banca centrale non ha più la possibilità di compensare gli effetti negativi del consolidamento fiscale e perciò il moltiplicatore viene ad assumere valori molto elevati.

Inoltre, per il caso dei paesi europei in difficoltà con il finanziamento dei debiti sovrani, si deve osservare che i tassi reali per le imprese che ancora riescono a ottenere qualche prestito non sono affatto vicini allo zero. Rimangono infatti alti rispetto a quelli tedeschi per effetto dello *spread*. Gli investimenti perciò non riprendono e tutto l'effetto recessivo delle misure di risanamento viene riflesso sui valori elevati del moltiplicatore.

Nonostante la mole delle ricerche recenti che stimano valori alti del moltiplicatore, la Commissione Europea (CE) e la BCE si dichiarano in disaccordo. Riconoscono che in periodo di crisi il moltiplicatore venga ad assumere valori più alti di quelli dei “tempi normali”, ma non di molto e comunque tali da restare sempre a livelli ben inferiori a 1. In tempi normali il moltiplicatore “per l'intero aggregato della UE è di circa 0,4. Esso può aumentare a 0,5-0,7 in periodo di crisi, ad esempio in un periodo di austerità fiscale a livello globale e con tassi di interesse nominali vincolati dalla vicinanza alla soglia zero” (BCE, 2012, p. 89). Con valori del moltiplicatore così bassi, sembra contare molto poco sia l'effetto crisi sia l'effetto tasso di interesse non ulteriormente comprimibile. In proposito si può però segnalare che la citazione appena riportata contrasta nettamente con i valori molto più elevati ottenuti da Coenen *et al.* utilizzando proprio lo stesso modello della CE considerato fino ad ora.¹³

La BCE sottolinea però come a far abbassare i valori del moltiplicatore contribuisca anche la possibile riduzione del premio per il rischio sovrano che dovrebbe verificarsi per i paesi credibilmente impegnati nel processo di risanamento fiscale. *Spread* più bassi hanno certamente l'effetto di diminuire il costo del servizio del debito pubblico.

¹³ Il modello della CE di cui si parla nel testo è il QUEST. Per un rapido confronto con le stime di Coenen *et al.*, si vedano le figg. 3 (p. 43) e 6 (p.47) e la tab. 3 (p. 46) relativamente ai moltiplicatori per i consumi e gli investimenti pubblici.

Ma questo fatto non ha di per sé particolare influenza sul valore del moltiplicatore. A farne calare il valore può ovviamente contribuire la riduzione dei tassi per il finanziamento del settore privato, a patto che riesca a stimolare gli investimenti. Se però le aspettative sono negative, lo stimolo potrà fare ben poco. Lo conferma la perdurante, e oggi accresciuta, sfiducia sulla capacità di rapida ripresa per le economie dell'Europa mediterranea sottoposte a severi programmi di austerità fiscale.

L'altra argomentazione che la BCE riporta a sostegno della tesi di bassi valori del moltiplicatore riguarda non i valori che assume nel breve periodo, ma quelli che assume nel lungo. Non vengono però riportate altre motivazioni di rilievo, oltre alla riduzione del premio per il rischio sovrano che dovrebbe anche permettere la riduzione delle imposte sui redditi da lavoro. È possibile che, con il passare del tempo, le aspettative tendano a migliorare facendo emergere i benefici del risanamento. Ma fino ad ora non si sono avute prove robuste, se si escludono i casi dei paesi che hanno accompagnato il rigore fiscale con la svalutazione della propria moneta.

In ogni caso, i tempi di attesa dei benefici sono molto lunghi: nelle simulazioni della BCE i processi di aggiustamento durano più di dieci anni (p. 91, nota alla fig. B). Non è precisato se le riduzioni di deficit continuino per tutto il periodo o se finiscano prima, avendo concluso il risanamento e reso possibile l'allentamento della politica restrittiva. Una volta fugato il rischio del *default* sovrano in precedenza percepito, la ripresa potrebbe allora verificarsi spontaneamente con il risveglio della spesa privata.

Il rovesciamento delle aspettative che darebbe origine ai tentativi spontanei di ripresa potrebbe però essere favorito dalla mano pubblica. La BCE non lo dice ma lo suggeriscono le indagini empiriche che stimano valori elevati dei moltiplicatori quando l'economia è depressa e quindi l'aumento della spesa pubblica ha minor probabilità di spiazzare quella privata. Di particolare interesse l'articolo di Auerbach e Gorodnichenko (2012) che riporta un livello del moltiplicatore che parte da valori attorno

a 0,5 per poi crescere costantemente fino a “raggiungere un valore di oltre 2,5 dopo 20 trimestri”.¹⁴

5. Operare sulle spese o sulle entrate?

Le indagini empiriche, oltre che sulla stima del moltiplicatore aggregato, concentrano spesso l'attenzione sui moltiplicatori di ciascun tipo di spesa e di entrata. Anche questi moltiplicatori settoriali assumono valori differenti nei periodi di depressione e in quelli di espansione, ma tendono anche ad avere valori diversi quando la politica di bilancio si propone l'obiettivo del risanamento dei conti pubblici e quando invece si propone di stimolare la ripresa.

In particolare alcune ricerche, ormai vecchie di qualche anno, indicavano come il risanamento attuato tagliando la spesa pubblica avesse l'effetto di provocare minori riduzioni di PIL di quello attuato aumentando le imposte. In netto contrasto con il teorema del bilancio in pareggio, il moltiplicatore delle imposte superava ampiamente quello della spesa. L'IMF stimava per il primo un valore di 1,3 e per il secondo uno di 0,3.¹⁵

Un così basso valore del moltiplicatore della spesa sembrerebbe implicare che alla restrizione di quella pubblica si venga ad accompagnare una robusta compensazione da parte di quella privata per consumi e investimenti. I primi crescerebbero per effetto dell'equivalenza ricardiana secondo la quale i consumatori, prevedendo di dover pagare minori imposte future, si sentirebbero più ricchi. I secondi dovrebbero invece aumentare per effetto dell'attuazione di politiche monetarie espansive da parte della banca centrale che, come al solito, vedrebbe di buon occhio una minor spesa pubblica. Qualche perplessità potrebbe però suscitare l'ipotesi implicita che gli investimenti abbiano un'elevata

¹⁴ Invece nei periodi di espansione il moltiplicatore parte da 0,5 e, senza mai avere un aumento, cala rapidamente fino ad assumere valori negativi (Auerbach e Gorodnichenko, 2012, p. 8).

¹⁵ Quando ancora stimava valori bassi del moltiplicatore (IMF, 2010, p. 102).

elasticità rispetto al tasso di interesse, soprattutto se ciò dovesse avvenire quando il sistema è già entrato, o sta entrando, in depressione con i profitti attesi e il grado di utilizzo della capacità produttiva in netta caduta (cfr. nota 7). E lo stesso varrebbe anche per i consumatori che potrebbero non convincersi di essere effettivamente più ricchi se dovessero ad esempio incominciare a pensare che la riduzione della spesa pubblica potrebbe avere fin da subito effetti negativi sui livelli di produzione (e di occupazione).

Per i moltiplicatori relativi ad aumenti delle imposte, valori ancora più elevati (attorno a 3) sono stati stimati da Romer e Romer (2010). Sembrano valori spropositati che potrebbero essere provocati solo da un drammatico crollo della fiducia che si ripercuoterebbe, con forza inusitata, sulla domanda per consumi e investimenti. Gli operatori, sopraffatti dalla paura e dal notevole aumento della capacità produttiva inutilizzata, non sarebbero per niente allettati dai benefici futuri che la politica di risanamento potrebbe alla fine portare.¹⁶

Ferme restando queste critiche, non si può certo escludere che, rispetto ai valori riportati sopra, qualche singola spesa (ad esempio investimenti pubblici o aumenti delle pensioni minime) possa avere un moltiplicatore più alto e qualche singola entrata (ad esempio imposte sui redditi e sui patrimoni molto elevati) possa averne uno più basso. Riducendo di meno quelle spese e incrementando un po' queste entrate, non è possibile far sì che il processo di risanamento abbia effetti un po' meno negativi? Torneremo in argomento più avanti, quando si dirà qualcosa sulle politiche per la ripresa.

La tesi dell'IMF (2010) sull'opportunità di procedere al risanamento privilegiando la riduzione della spesa pubblica invece dell'aumento delle entrate è stata recentemente messa in discussione da ricerche che giungono alla conclusione che i moltiplicatori della spesa sono più elevati di quelli delle entrate, specialmente nelle fasi di recessione. Di particolare

¹⁶ Altro che equivalenza ricardiana! L'aumento delle tasse oggi non farebbe prevedere alcuna riduzione di quelle di domani. Al contrario, sembrerebbe far prevedere altri aumenti in futuro. E l'odierno basso utilizzo degli impianti non sembrerebbe lasciar presagire splendide prospettive di lauti profitti futuri.

significato è il cambiamento avvenuto proprio in ambito IMF, come espresso da Batini *et al.* (2012): “i moltiplicatori per i consolidamenti iniziati durante le recessioni variano tra 1,6 e 2,6 per shock sulla spesa e tra 0,16 e 0,35 per shock sulla tassazione” (p. 23) e “in recessione i moltiplicatori della spesa sono significativamente più alti di quelli delle tasse (fino a 10 volte più alti) ma lo sono un po’ meno durante le espansioni (fino a 6 volte più alti)” (p. 24).

Le aspettative, che passano facilmente dall’ottimismo al pessimismo ma con maggior difficoltà viceversa, giocano il ruolo fondamentale. La depressione, oltre a deprimere pesantemente le aspettative, le rende anche molto più allarmate nei confronti di decisioni sulla spesa pubblica che non modifichino decisamente l’orientamento restrittivo della politica economica e che sono quindi percepite come destinate a rinviare di molto le prospettive di ripresa. Il peggioramento delle aspettative sembra tuttavia far aumentare un po’ di meno il valore del moltiplicatore della tassazione. È auspicabile che ciò dipenda dal fatto che gli operatori ritengano che l’aumento del prelievo fiscale non andrebbe a colpire i contribuenti più poveri che sarebbero costretti a ridurre i consumi per l’intero ammontare del prelievo.

Siano queste o altre le spiegazioni dei valori dei moltiplicatori delle tasse e della spesa stimati da Batini *et al.*, rimane il fatto che le ricerche recenti ne danno ampia conferma, presentando valori non molto diversi (si veda ad es. Coenen *et al.*, 2012; e Auerbach e Gorodnichenko, 2012). Sono risultati che, pur provenendo da ambienti *mainstream* che hanno diverse difficoltà a spiegarli, ben si accordano con la tradizionale teoria keynesiana che prevede un moltiplicatore delle tasse inferiore a quello della spesa.

6. Risanamento più lento, meno depressivo e più sicuro

Le stime dei valori elevati dei moltiplicatori aggregati portano direttamente alla conclusione che un severo processo di risanamento ha l’effetto di spingere decisamente verso una recessione che è tanto più grave quanto più elevato è in partenza il rapporto debito/PIL. Una

conseguenza della recessione stessa è poi quella di spingere il rapporto ancora più in alto, facendo così aumentare il rischio di vistosi peggioramenti delle aspettative dei mercati relativamente alla sostenibilità dei debiti sovrani. Per evitare esiti così infausti è allora necessario non adottare misure restrittive troppo severe, evitando di inseguire la chimera di un risanamento troppo rapido puntando invece a un processo più graduale e, in definitiva, più sicuro.

Per il *mix* di politiche da adottare per il risanamento, in ambito UE e BCE, con o senza l'influenza delle stime dell'ottobre 2010 dell'IMF, è ormai diventata ortodossia la tesi che occorra privilegiare la riduzione della spesa senza aumentare la tassazione o limitandola il più possibile. Ma può diventare necessario ricorrere a entrambi gli strumenti se si considera che, continuando a tagliare la spesa, il valore del moltiplicatore sembra destinato ad aumentare fino al punto di produrre più danni di quelli che si verificherebbero con l'aumento delle tasse. Per lo stimolo alla ripresa bisogna invece ridurre le tasse continuando a tenere a freno la spesa. È però probabile che successive riduzioni delle tasse abbiano l'effetto di stimolare sempre di meno la domanda globale e che sia quindi utile ricorrere anche ad aumenti della spesa.

Le stime recenti dei moltiplicatori avrebbero dovuto mettere in seria discussione queste tesi ortodosse perché gli effetti recessivi della riduzione della spesa pubblica sono molto peggiori di quanto precedentemente stimato e tendono a frustrare anche le prospettive di risanamento del bilancio pubblico: se si riduce un po' il deficit, si rischia di aumentare di parecchio il rapporto deficit/PIL. In definitiva, per risanare il bilancio non serve affatto un eccesso di restrizione; serve invece la ripresa della crescita. A tal fine non è opportuno tenere troppo a freno la spesa pubblica, contando quasi esclusivamente sull'effetto di stimolo della minor tassazione.

Se non intervenissero preconcetti ideologici dovrebbe essere facile cambiare nel senso indicato il mix tra tasse e spesa. La BCE continua però a dissentire ignorando, si spera non per ragioni ideologiche, i contributi di cui sopra. Il punto di forza dell'argomentazione della BCE è che, nei processi di consolidamento, le "misure di riduzione della spesa [...], sebbene possano avere un impatto negativo maggiore nel breve

periodo rispetto alle misure di aumento delle entrate [...], hanno effetti più favorevoli per quanto riguarda le prospettive di crescita di medio-lungo periodo” (BCE, 2012, p. 92). Nella pagina precedente, il periodo era indicato in “più di dieci anni”: decisamente troppo lungo e comunque tale da lasciare ampia possibilità di correggere in seguito le troppo timide riduzioni di spesa eventualmente decise oggi.

Appare però evidente che la BCE esprime la propria contrarietà a politiche non in linea con l’ortodossia dominante principalmente a causa della preoccupazione per le “dimensioni assai ampie del settore pubblico in molti paesi” (*ibid.*). Ma, alla fine, la stessa BCE lascia aperto un importante spiraglio con l’affermazione che: “gran parte del risanamento dovrebbe concretarsi sul fronte della spesa, evitando tuttavia di ridurre la spesa pubblica produttiva” e che si dovrebbe poi far sì che, “nel medio termine”, sia possibile utilizzare, i benefici del risanamento “prevalentemente per ridurre le imposte che sono più dannose per la crescita (ad esempio quelle sul lavoro)” (*ibid.*). Viene così posta in primo piano l’opportunità di entrare nel dettaglio della composizione della spesa e delle entrate.

Le ricerche più recenti, pur nella loro esiguità, danno qualche indicazione interessante per disaggregazioni purtroppo non molto spinte. Distinguendo la spesa pubblica in consumi e investimenti, Auerbach e Gorodnichenko stimano per gli investimenti valori dei moltiplicatori molto elevati, attorno a 3, sia nei periodi di recessione sia in quelli di espansione. I consumi pubblici hanno invece valori del moltiplicatore elevati solo nei periodi di recessione. Per avere una spiegazione del perché, bisognerebbe conoscere la composizione dei consumi pubblici. Se dovesse comprendere i trasferimenti di reddito ai disoccupati o alle famiglie costrette a ridurre i consumi perché soggette a pesanti vincoli di liquidità, la spiegazione sarebbe facilmente accettabile.

Stime elevate del moltiplicatore dei consumi sono però state trovate, sia per gli Stati Uniti sia per l’Europa, anche da Coenen *et al.* che tengono distinti i trasferimenti dai consumi. Può essere che per ogni tipo di consumo, pubblico o privato, i moltiplicatori siano particolarmente alti quando la recessione morde pesantemente?

Per le spese pubbliche relative ai trasferimenti, che hanno un'ampia varietà di componenti, gli autori distinguono i trasferimenti mirati da quelli generici. I primi sono indirizzati per lo più a favore delle famiglie a reddito basso che non hanno accesso al credito e sono quindi sottoposte a vincoli di liquidità. Tutte le risorse che, a qualunque titolo, arrivano a queste famiglie vengono subito spese e hanno perciò un valore del moltiplicatore piuttosto elevato. Al contrario, i trasferimenti generici sembrano attivare molto meno la domanda e hanno quindi moltiplicatori piuttosto bassi. Nel caso dell'Italia è molto probabile che buona parte dei trasferimenti alle imprese abbiano effetti paragonabili a quelli, piuttosto deboli, dei trasferimenti generici, mentre siano ben più robusti gli effetti dei pagamenti ai lavoratori in cassa integrazione.

Anche gli investimenti pubblici hanno valori dei moltiplicatori piuttosto elevati, non però di molto superiori a quelli dei consumi pubblici. A vantaggio degli investimenti giocano i loro effetti di stimolo dal lato dell'offerta, effetti che contano anche quando il sistema è in depressione ma tendono a contare ancora di più nelle fasi di espansione, quando il sistema può trarre maggior frutto dalle economie esterne e dall'eventuale superamento di strozzature che proprio gli investimenti permettono di realizzare. Le favorevoli prospettive di medio-lungo periodo di cui parla la BCE verrebbero così a manifestarsi a seguito dell'attuazione di investimenti pubblici che, come creatori di economie esterne, sono spesso più produttivi di molti investimenti privati.

Non è possibile, per mancanza di dati più disaggregati, dare indicazioni precise su quali investimenti siano più favorevoli a far partire la ripresa. Facendo riferimento all'Italia, una prima valutazione fa ritenere importante privilegiare i progetti di investimento che sono rapidamente attivabili anche perché, singolarmente considerati, non sono tali da comportare un costo molto elevato. Importanti esempi possono essere gli investimenti in opere infrastrutturali per la messa in sicurezza del territorio che, oltre ad essere socialmente molto utili, possono dar luogo a rilevanti economie esterne a favore delle imprese. Ma non vanno certo trascurati altri investimenti con forti effetti moltiplicativi come quelli di manutenzione degli edifici scolastici e di altre opere pubbliche.

Riferendosi sempre a Coenen *et al.* (p. 46 e p. 52), e passando a considerare le entrate del bilancio pubblico, si va incontro a qualche elemento di sorpresa per ciò che riguarda il valore piuttosto basso dei moltiplicatori. Quelli relativi alla riduzione delle imposte sul reddito di impresa, sia negli Stati Uniti sia in Europa, sono compresi tra 0,15 e 0,25. Non molto più elevati (tra 0,2 e 0,5) sono i moltiplicatori per le imposte sul reddito da lavoro; un po' di più quelli per le imposte sui consumi (tra 0,60 e 0,66). Non ci sono stime per i moltiplicatori delle imposte sul patrimonio ma è improbabile che possano dare valori più alti di quelle sui consumi. Anche se queste stime fossero riviste al rialzo, sembra difficile evitare la conclusione che, agli effetti della ripresa, l'aumento della spesa fornisce stimoli molto maggiori di quelli forniti dalla riduzione delle imposte, come avviene secondo la tradizionale logica keynesiana incorporata nella teoria del bilancio in pareggio (da considerare adesso in senso contrario rispetto a quanto indicato prima).

7. Politiche fiscali a favore della crescita

La necessità di rallentare il processo di risanamento del bilancio pubblico, come è stato sopra indicato, è una conclusione importante ma da sola certamente non basta, specialmente se si considera il caso della crisi simultanea di molti paesi dell'UE. In proposito si può aggiungere che la stessa logica che fa ritenere opportuno il rallentamento dei processi di risanamento dei paesi periferici dell'Europa fa ritenere anche opportuna l'adozione di politiche espansive da parte della Germania e di altri paesi del Nord Europa, che possono stimolare la crescita dei consumi senza incontrare difficoltà di bilancio. Risulterebbe così stimolata la ripresa in tutta la UE e migliorerebbero le prospettive di risanamento dei conti pubblici dei paesi periferici.

È possibile sopportare un po' più a lungo squilibri di bilancio; ma i paesi in difficoltà debbono comunque attenuarli, puntando sulla crescita. È importante che spesa e entrate siano tenute sotto controllo. Se, per stimolare l'economia, si decide di aumentare un po' la spesa, bisogna anche provvedere ad aumentare le entrate (però in misura tale da non

ricadere nella spirale depressiva). Non si deve però guardare solo ai livelli di spesa e entrate; bisogna guardare anche alla loro composizione, con un occhio attento ai valori dei moltiplicatori.

Per le spese, occorre ridurre quelle per trasferimenti generici e anche alcune di quelle di consumo che riguardano acquisti di beni e servizi a prezzi iugulatori.¹⁷ Acquisti che possono anche avere moltiplicatori alti, ma che rappresentano in ogni caso veri e propri sprechi che la *spending review* dovrebbe eliminare, imponendo quanto meno forti riduzioni dei prezzi e destinando le risorse così recuperate ad altri usi benefici sotto il profilo sociale, come ad es. al potenziamento degli investimenti di cui si è detto sopra. Operando con questi criteri, per effetto dei moltiplicatori, anche senza aumentare la spesa complessiva, risulterebbe possibile realizzare un cospicuo sostegno alla domanda globale.

Per le entrate, sembra opportuno ridurre quelle sul lavoro, anche se i moltiplicatori hanno avuto stime piuttosto basse che però non sembrano del tutto credibili. Almeno per il caso italiano si può infatti presumere che tutto il reddito aggiuntivo che arrivasse ai lavoratori con le buste paga più modeste o ai pensionati con il minimo di pensione verrebbe rapidamente speso. Se poi occorresse aumentare il totale delle entrate per finanziare maggiori spese atte a stimolare la crescita, sembrerebbe opportuno aumentare le imposte sui redditi e sui patrimoni particolarmente elevati che, gravando su contribuenti ricchi, non avrebbero l'effetto di ridurre sensibilmente i loro consumi.

Queste misure non aggrediscono in prima battuta il più grave problema che mina alla radice l'economia italiana: quello della produttività bassa e della mancanza di competitività. Ma, senza l'ossessione del bilancio da risanare in tempi rapidissimi, costi quel che costi in termini di disoccupazione, appare possibile cercare di non restare intrappolati nel circolo vizioso di depressione, disoccupazione e povertà, e di operare invece per la crescita che, con gli investimenti e la creazione di economie esterne, potrebbe probabilmente incominciare a dare qualche sollievo anche sul fronte della produttività e della competitività.

¹⁷ L'espressione "prezzi iugulatori" è usata da Ciocca (2013).

BIBLIOGRAFIA

- ALESINA A. (2010), "Fiscal Adjustments: Lessons from Recent History", paper prepared for the Ecofin meeting in Madrid, April 15, disponibile alla URL <http://scholar.harvard.edu/alesina/publications/fiscal-adjustments-lessons-recent-history>.
- ALESINA A. e ARDAGNA S. (1998), "Tales of Fiscal Adjustment", *Economic Policy*, vol. 13 n. 27, pp. 487-545.
- (2010), "Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending", in Brown J.R. (a cura di), *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, NBER, Cambridge (MA).
- ALESINA A. e PEROTTI R. (1995), "Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries", *Economic Policy*, vol. 10 n. 21, pp. 205-248.
- (1997), "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", *IMF Staff Papers*, vol. 44, Washington (DC).
- AUERBACH A. J. e GORODNICHENKO Y. (2012), "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4 n. 2, pp. 1-27.
- BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE) (2012), *Bollettino mensile*, dicembre, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno.
- BATINI N., CALLEGARI G. e MELINA G. (2012), "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan", *IMF Working Paper*, n. WP/12/190, Washington (DC).
- BLANCHARD O. e LEIGH D. (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *IMF Working Paper*, n. WP/13/1, Washington (DC).
- CHRISTIANO L. J., EICHENBAUM M. e REBELO S. (2011), "When is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, vol. 119 n. 1, pp. 78-121.
- CIOCCA P. (2013), "Chi si oppone?", *Apertacontrada.it*, 23 aprile, disponibile alla URL: <http://www.apertacontrada.it/2013/04/23/chi-si-oppone/>.
- COENEN G., ERCEG C.J., FREEDMAN C., FURCERI D., KUMHOF M., LALONDE L., LAXTON D., LIND J., MOURougANE A., MUIR D., e MURSULA S. (2012), "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4 n. 1, pp. 22-68.
- CORSETTI G., MEIER A. e MULLER G. (2009), "Fiscal Stimulus with Spending Reversals", *IMF Working Paper*, n. 09/106, Washington (DC).
- FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE (IMF) (2010), *World Economic Outlook*, Ottobre, Fondo monetario Internazionale, Washington (DC).
- GIAVAZZI F. e PAGANO M. (1990), "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries", in Blanchard O.J. e Fischer S. (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 5, MIT Press, Boston (MA).
- (1996), "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience", *Swedish Economic Policy Review*, vol. 3 n. 1, pp. 67-103.
- HAAVELMO T. (1945), "Multiplier Effects of a Balanced Budget", *Econometrica*, vol. 13, pp. 311-318.
- KALDOR N. (1961), "Capital Accumulation and Economic Growth", in Lutz F. (a cura di), *The Theory of Capital*, Macmillan, Londra.
- KRUGMAN P. (2010), "The Third Depression", *The New York Times*, 28 giugno, p. A19.

- PARKER J.A. (2011), "On Measuring the Effects of Fiscal Policy in Recessions", *Journal of Economic Literature*, vol. 49 n. 3, pp. 703-718.
- RAMEY V.A. (2011), "Can Government Purchases Stimulate the Economy?", *Journal of Economic Literature*, vol. 49 n. 3, pp. 673-685.
- ROMER C.D. e ROMER D.H. (2010), "The Macroeconomic Effect of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", *American Economic Review*, vol. 100 n. 3, pp. 763-801.
- SPLIMBERGO A., SYMANSKY S. e SCHINDLER M. (2009), "Fiscal Multipliers", *IMF Staff Position Note*, n. 9/11, Washington (DC).
- SYLOS LABINI P. (1984), *Le forze dello sviluppo e del declino*, Laterza, Roma-Bari.
- TAYLOR T. (2009), "Recommendations for Further Reading", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23 n. 1, pp. 235-242.
- WOODFORD M. (2011), "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3 n. 1, pp. 1-35.