



Moneta e Credito

vol. 72 n. 287 (settembre 2019)

Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio

Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza

ALESSIA AMIGHINI e FRANCESCO GIAVAZZI*

Il rapporto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia è diventato centrale nel dibattito su due temi macroeconomici di grande attualità: disuguaglianza e politica fiscale. Confrontiamo le posizioni dei due economisti francesi protagonisti del dibattito, Thomas Piketty e Olivier Blanchard, che partono entrambi dal confronto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia, per analizzare, rispettivamente, l'andamento della disuguaglianza e la sostenibilità del rapporto debito/PIL nel tempo. Mostriamo che i due punti di vista, apparentemente inconciliabili, in realtà sono complementari.

Some notes on debt and inequality

The relationship between the real interest rate and the growth rate of the economy has become central to the debate on two topical macroeconomic issues: inequality and fiscal policy. We compare the positions of the two French economists protagonists of the debate, Thomas Piketty and Olivier Blanchard, who both start from the comparison between real interest rate and economic growth rate, to respectively analyze the trend of inequality and the sustainability of the debt/GDP ratio over time. We show that the two apparently irreconcilable points of view are actually complementary.

Amighini: Università del Piemonte Orientale
email: alessia.amighini@uniupo.it
Giavazzi: Università Bocconi
email: giavazzi@unibocconi.it

Per citare l'articolo:

Amighini A., Giavazzi F. (2019), "Alcune considerazioni su debito e disuguaglianza", *Moneta e Credito*, 72 (287): 219-228.

DOI: https://doi.org/10.13133/2037-3651_72.287_5

JEL codes:

B10, B20, E66

Keywords:

public debt, inequality, cost of debt

Homepage della rivista:

<http://www.monetaecredito.info>

Nel dialogo fra Olivier Blanchard ed Emiliano Brancaccio sulla necessità di pensare ad un'alternativa alla teoria macroeconomica prevalente e più in generale all'attuale sistema capitalistico liberista (cioè fondato sul capitale privato e non di Stato), Blanchard propone meccanismi fortemente correttivi ma interni al sistema, mentre per Brancaccio l'alternativa dovrebbe corrispondere a un cambio più radicale di sistema. I due economisti tuttavia concordano sulla centralità, nei problemi macroeconomici di breve e di lungo periodo, del tema della distribuzione del reddito e della disuguaglianza economica all'interno delle società. Entrambe le prospettive riconoscono che la disuguaglianza è un prodotto (indesiderato) della crescita economica, contrariamente all'idea che quest'ultima produca benefici diffusi più o meno per tutti. La disuguaglianza è anche il fattore principale all'origine dell'ascesa del cosiddetto "populismo", che tuttavia propone soluzioni per lo più fallaci ai problemi economici delle società occidentali.

* Contributo al numero speciale di *Moneta e Credito* dal titolo "Crisi e rivoluzioni della teoria e della politica economica: un simposio", ispirato dal dibattito tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio tenutosi presso la Fondazione Feltrinelli a Milano il 18 dicembre 2018. Numero a cura di Emiliano Brancaccio e Fabiana De Cristofaro.



Un aspetto particolarmente rilevante della discussione tra Blanchard e Brancaccio è l'interpretazione teorica ed empirica del problema del debito pubblico. Brancaccio, a questo riguardo, ha fornito vari elementi di riflessione critica intorno al modo, per più di un verso innovativo, in cui Blanchard e Summers hanno recentemente affrontato la questione (Brancaccio, 2019; Blanchard e Summers, 2019). Blanchard, a sua volta, è intervenuto nuovamente sul punto durante il dibattito, specificando alcuni aspetti ulteriori del problema (Blanchard, in Blanchard e Brancaccio, 2019). Proprio alla questione del debito pubblico intendiamo dedicare questo nostro commento.

La necessità di rientrare dai livelli elevati del rapporto debito/PIL accumulati dopo la crisi del 2008-2009 è una questione centrale della politica economica in molti paesi. Le politiche di austerità che ne derivano¹ sono percepite da molti cittadini come ingiustamente punitive e sono all'origine di gran parte del consenso raccolto dai movimenti populistici. Come disegnare politiche per ridurre (e di quanto) il debito pubblico che siano il meno costose possibile in termini di occupazione e disuguaglianza è pertanto un tema prioritario. Lo è certamente in Italia dove il rapporto debito/PIL nel 2018 è rimasto sopra il 130% e la disuguaglianza è aumentata anno dopo anno dal 2008 ad oggi (Baldini, 2018).

Debito pubblico e disuguaglianza economica sono problemi distinti (sebbene, come vedremo in seguito, non scollegati), ma per l'analisi di entrambi è cruciale partire dal rapporto che intercorre tra il tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia. Due punti di vista, sul rapporto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia, sono diventati centrali nel dibattito su disuguaglianza e politica fiscale. Entrambi sono il risultato degli studi di due economisti francesi: Thomas Piketty (2014) in tema di disuguaglianza e appunto Olivier Blanchard (2019). I due punti di vista potrebbero apparire inconciliabili ma, come vedremo, l'inconciliabilità è solo apparente.

È opportuno ricordare che debito e disuguaglianza sono entrambi questioni redistributive. Il debito pubblico redistribuisce ricchezza sia all'interno di una stessa generazione, sia tra una generazione e le successive (evidentemente, escludendo che una generazione lasci in eredità alla successiva una ricchezza privata equivalente al debito trasferito). Da un lato infatti il debito pubblico è un trasferimento di ricchezza dalle generazioni future (su cui ricadrà l'onere del debito) alle generazioni correnti che godono dei rendimenti dei titoli e dei frutti della maggior spesa pubblica (o del minore onere della tassazione) senza sopportarne il costo fiscale. Dall'altro, onere e frutti non sono equamente distribuiti tra individui di una stessa generazione: il rendimento dei titoli andrà in maggior parte ai redditi più alti, mentre il carico fiscale sarà distribuito più proporzionalmente al reddito.

All'interno di ogni generazione, e quindi al di fuori di una prospettiva intergenerazionale, emettere debito pubblico, anziché finanziare la spesa corrente con imposte, corrisponde a redistribuire la ricchezza tra settore pubblico e settore privato. In ciascun momento, la ricchezza totale del paese non cambia, perché essa è la somma di ricchezza privata e ricchezza pubblica (negativa in presenza di debito). Finanziare la spesa con le imposte riduce la ricchezza privata corrente, ma non fa aumentare il debito. Finanziare la spesa con il debito fa aumentare la ricchezza privata corrente, perché anziché tassare il settore privato si prende a prestito dallo stesso in cambio di un rendimento. Siccome i titoli del debito pubblico sono acquistati

¹ Con il termine 'austerità' intendiamo, come si spiega in Alesina *et al.* (2019), politiche volte a ridurre un livello troppo elevato del rapporto debito/PIL accumulato per effetto di politiche economiche che, anziché usare il debito come strumento di stabilizzazione del ciclo economico, hanno consentito che esso crescesse lungo una traiettoria divergente e quindi insostenibile.

soprattutto da coloro che hanno redditi elevati o risparmio accumulato (che è più elevato per coloro che hanno o hanno percepito redditi più alti, su cui la propensione marginale al risparmio è maggiore), emettere debito corrisponde a non tassare di più i redditi più alti, ma a prendere a prestito da chi ha redditi più alti. Oggi i paesi ricchi hanno una grande ricchezza nazionale, ma la ricchezza è distribuita in maniera molto sbilanciata: gran parte è in mano al settore privato. L'Italia è il caso più estremo: ha una delle ricchezze private più grandi al mondo (in rapporto al PIL) e allo stesso tempo uno dei debiti pubblici più alti al mondo (sempre in rapporto al PIL).

Cominciamo con l'osservazione di Blanchard (in Blanchard e Brancaccio, 2019; Blanchard e Summers, 2019). Egli parte dal confronto fra tasso di interesse reale e tasso di crescita dell'economia, dal quale, come è noto, dipende la sostenibilità del rapporto debito/PIL nel tempo. Se il tasso di interesse reale privo di rischio, che chiameremo r^{RF} , cioè il rendimento sui titoli del debito pubblico escludendo la possibilità di default, è inferiore al tasso di crescita dell'economia (g), il rapporto debito/PIL decresce nel tempo senza bisogno di generare avanzi primari nel bilancio dello Stato. In questa situazione il costo fiscale del debito è nullo, nel senso che il valore totale del debito cresce a un tasso inferiore a quello del reddito nazionale, che è una misura della base imponibile da cui vengono tratte le risorse per ripagarlo. In altre parole, il debito può essere considerato irrilevante, nel senso che il governo può continuare a emettere debito senza bisogno di aumentare le imposte, e quindi il governo non è soggetto ad un vincolo intertemporale.

Questa conclusione, però, non tiene conto degli effetti del debito pubblico sull'accumulazione di capitale privato, cioè è una conclusione di "equilibrio parziale". In realtà il debito pubblico non ha soltanto un costo fiscale, ma anche un costo sociale, che deriva dall'effetto dello stesso sul benessere dell'economia. Come nel modello di Diamond (1965), osserva Blanchard, il trasferimento che il debito pubblico produce da una generazione all'altra ha due effetti sul benessere dell'economia, uno diretto e uno indiretto. L'effetto diretto avviene attraverso lo spiazzamento del capitale privato: se il debito pubblico riduce l'ammontare di fondi mutuabili a disposizione del settore privato, il costo dell'investimento aumenta e l'accumulazione di capitale rallenta (evidentemente non considerando il caso di $K > K^*$). L'effetto indiretto passa attraverso la variazione che il debito pubblico induce sui rendimenti di capitale e lavoro. Un aumento del debito fa diminuire il capitale e quindi ne aumenta il rendimento. E anche la remunerazione del lavoro diminuisce. Di conseguenza il debito pubblico cambia la distribuzione dei rendimenti tra capitale e lavoro a favore del primo. I due effetti sul benessere però non dipendono dallo stesso tasso di interesse reale. L'effetto di spiazzamento dipende da r^{RF} , il rendimento privo di rischio. Il secondo effetto invece dipende da r , il rendimento sul capitale, che include un premio al rischio e che è spinto verso l'alto dal debito: se il rendimento del capitale aumenta oltre il tasso di crescita del reddito nazionale ($r > g$), il benessere diminuisce; viceversa se $r < g$ il benessere aumenta.

Poiché gli effetti del debito sul benessere dipendono da entrambi i tassi, r e r^{RF} , si danno tre casi possibili:

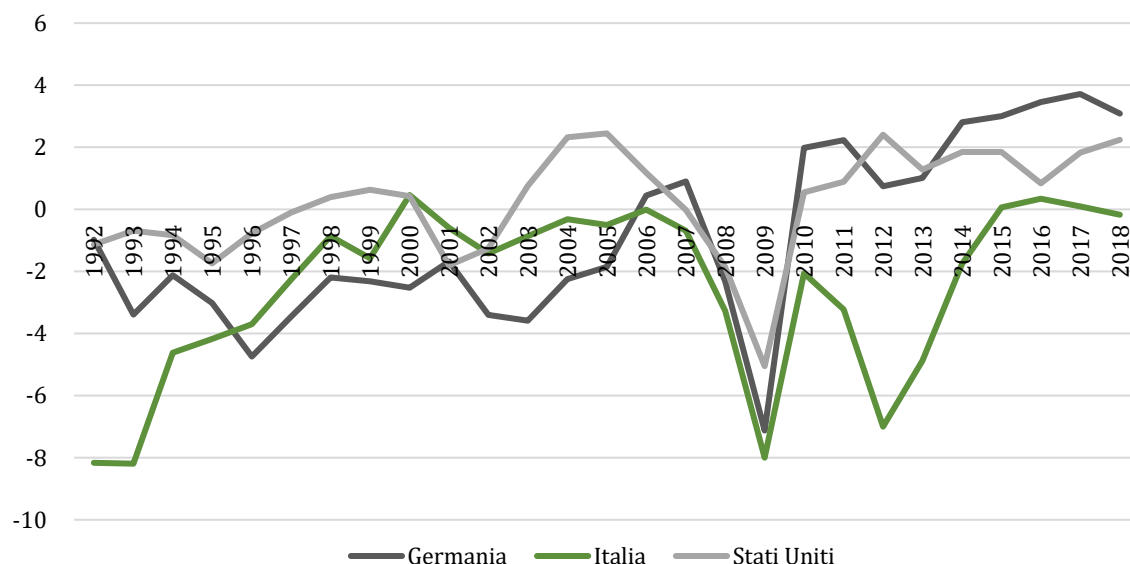
Il costo (fiscale e sociale) del debito è nullo: $g > r > r^{RF}$ (1)

Se i tassi di interesse reale, quelli con e senza rischio, sono entrambi inferiori al tasso di crescita, il costo fiscale del debito è nullo ed entrambi gli effetti del debito sul benessere sono positivi. È questo il caso su cui Blanchard attira l'attenzione. Egli sostiene che, contrariamente

a quanto non si pensi comunemente, g è stato superiore a r^{RF} in quasi tutta la storia recente negli Stati Uniti (certamente negli ultimi 15 anni, tranne nel 2009). Oggi i rendimenti nominali decennali sui titoli del Tesoro statunitense sono intorno al 3%, mentre la crescita del PIL nominale è oltre il 5%. Anche per l'eurozona nel suo insieme, la differenza tra g ed r è positiva: il tasso decennale nominale medio nell'area euro è dell'1,2%, mentre il tasso di crescita nominale è intorno al 3,2% (Mazza, 2019).

In queste circostanze, il debito pubblico non comporta nessun costo né fiscale né sociale e pertanto non risultano giustificate politiche fiscali volte al rientro o a perseguire avanzzi primari. Blanchard propone quindi un punto di vista nuovo sulla politica fiscale opportuna nei paesi con alto debito pubblico che si trovino in circostanze simili.

Figura 1 - Differenza tra crescita nominale e rendimento nominale sui titoli del debito pubblico a 10 anni



Fonte: elaborazione su dati OCSE.

Infatti, in questo caso, $g > r > r^{RF}$, e pertanto gli effetti sul benessere sono positivi perché r , e non solo r^{RF} , è minore di g . Se questo sia il caso rilevante è evidentemente una questione empirica. Blanchard si limita ad osservare che l'evidenza mostra che il prodotto marginale del capitale è diminuito comportando un'analogia diminuzione degli effetti negativi del debito sul benessere.

Charles Wyplosz (2019) in realtà ha osservato che gli anni con $r - g < 0$ rappresentano il 49,7% di un campione di paesi Ocse (Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Corea, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti) dal 1961 a oggi. Negli Stati Uniti, che non sono nemmeno il paese con la più percentuale più alta, $r - g < 0$ si è verificato nel 56,1% degli anni.

È vero che $r - g$ è diventato negativo in molti paesi negli ultimi anni, conclude Wyplosz, ma la storia non sembra suggerire che questo durerà ancora a lungo. L'ipotesi di stagnazione secolare afferma che il passato non è una buona guida per il futuro, ma alla fine resta soltanto questo, un'ipotesi. Inoltre, anche se fosse vero, non c'è garanzia che il tasso di interesse possa essere in media inferiore al tasso di crescita ridotto ai bassi livelli di oggi. Il mondo della finanza potrebbe diventare pericoloso se i governi iniziassero a credere di vivere nel paese delle meraviglie in cui i vincoli di bilancio non contano.

Debito a costo fiscale e sociale positivo: $r > r^{RF} > g$ (2)

Se andiamo a vedere i dati dei principali paesi europei presi singolarmente, vediamo che essi si trovano in condizioni molto diverse. In Italia, r^{RF} è stato superiore a g negli ultimi 25 anni (con le sole eccezioni degli anni 2000 e 2017), in Germania lo è stato fino al 2010. In questo caso il debito pubblico ha un costo positivo, sia sul piano fiscale, sia su quello sociale (poiché r è per definizione maggiore di r^{RF}).

Le circostanze in cui $r > g$ sono quelle su cui Piketty (2014) concentra la sua analisi. Egli mostra che sin dall'antichità, nel mondo nel suo insieme, il tasso di rendimento del capitale (r) al lordo delle imposte è stato significativamente più alto del tasso di crescita del prodotto e che la divergenza si è in parte ridotta solo nel XX secolo, ma è risalita nel XXI secolo. Anche confrontando il rendimento del capitale al netto delle imposte e delle perdite, esso è stato superiore al tasso di crescita per gran parte della storia, tranne nel XX secolo, un periodo senza precedenti in cui il tasso di crescita è stato particolarmente elevato, oltre le medie storiche, ma destinato a diminuire nuovamente. Le diverse circostanze che hanno caratterizzato gli Stati Uniti e i principali paesi europei sono uno dei motivi dell'apparente contraddizione tra la posizione di Blanchard e quella di Piketty. Riferendosi soprattutto al caso degli Stati Uniti, Blanchard sostiene che la condizione $r > g$ sia stata prevalente, a differenza di Piketty, che ha guardato soprattutto i maggiori paesi europei, in molti dei quali invece r è stato o è maggiore di g per gran parte degli ultimi 25 anni.

L'apparente contraddizione tra la posizione di Blanchard e quella di Piketty però si può capire appieno soltanto con riferimento al caso intermedio seguente.

Debito a costo fiscale nullo e costo sociale ambiguo: $r > g > r^{RF}$ (3)

La situazione oggi comune in molti paesi è caratterizzata da un tasso di crescita superiore al tasso di interesse privo di rischio, ma non a quello rischioso. In questo caso il costo fiscale del debito pubblico è nullo, ma l'effetto netto sul benessere è ambiguo perché l'effetto diretto è negativo, mentre quello indiretto è positivo. In queste circostanze, Blanchard mostra che il debito pubblico può comunque essere un trasferimento senza costi: se r^{RF} è sufficientemente più basso di g , ed r non è troppo elevato, l'effetto di un aumento del debito pubblico sul benessere è comunque positivo.

Ma la differenza più importante fra l'analisi di Blanchard e quella di Piketty sta negli effetti sulla disuguaglianza all'interno di una generazione. Blanchard si occupa solo dei costi fiscali e dell'impatto sociale aggregato del debito, cioè del costo del debito sul benessere collettivo, tendendo conto solo dell'effetto redistributivo del debito sulle generazioni future, che pagheranno parte del costo se $r > g$ (disuguaglianza tra generazioni). Invece l'analisi di Piketty permette di considerare anche le conseguenze distributive della divergenza tra r e g sulla disuguaglianza tra individui *all'interno di una stessa generazione*.

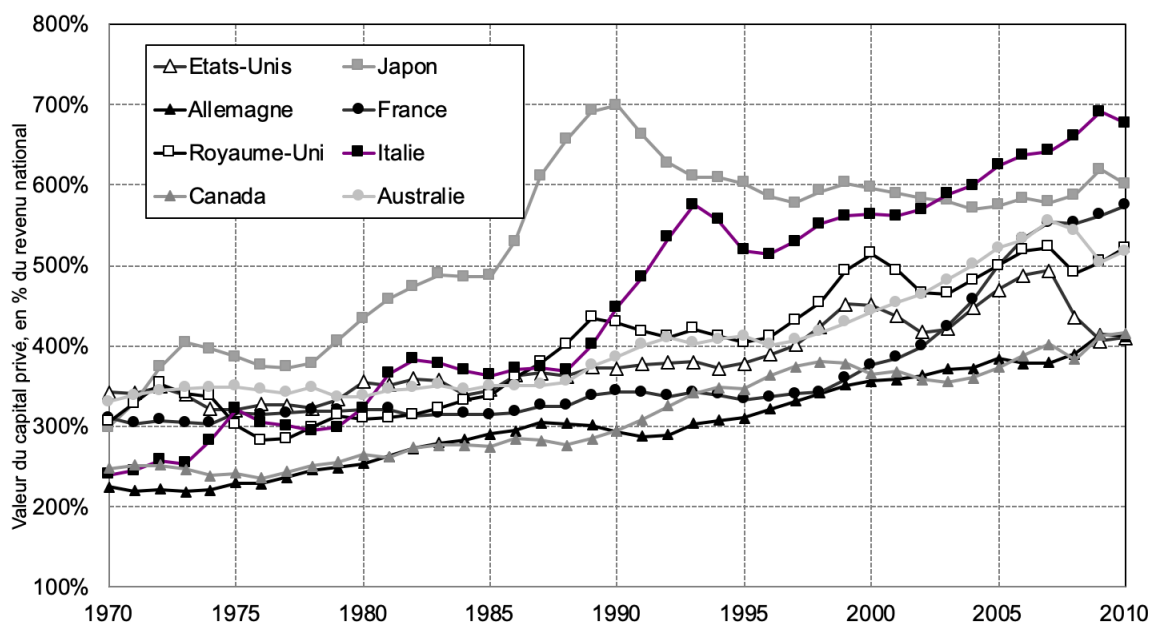
Egli definisce $r > g$ la forza fondamentale all'origine della divergenza nella distribuzione della ricchezza nel corso del tempo. Quando $r > g$, la ricchezza accumulata nel passato cresce al tasso r , più velocemente del tasso al quale cresce il reddito. In queste circostanze gli individui con una ricchezza ereditata hanno bisogno di risparmiare solo una parte del rendimento del capitale per vedere crescere la loro ricchezza a un ritmo più veloce di quello a cui cresce il reddito medio e l'intera economia. Di conseguenza, quando $r > g$, la disuguaglianza nella ricchezza si traduce in una disuguaglianza di reddito crescente.

Questa forza fondamentale di divergenza può essere ulteriormente rinforzata da altri fattori. Infatti, se consideriamo che la propensione al risparmio aumenta col reddito, coloro che godono di un reddito da capitale (che cresce più velocemente del reddito da lavoro) potranno risparmiare di più e quindi accumulare ulteriore ricchezza. A ciò si aggiunge che il tasso di rendimento del capitale non è indipendente dal livello iniziale di ricchezza, anzi di solito è più alto se il livello iniziale è più elevato. Inoltre, è plausibile che coloro che hanno redditi bassi investano i loro scarsi risparmi in attività poco rischiose, il cui rendimento r^{RF} è inferiore al tasso di crescita del reddito. Come osserva Francois Meunier (Meunier, 2019), i ricchi sono pronti ad assumere più rischio, investendo in attività private il cui rendimento incorpora un premio per il rischio dell'ordine di 5-7 punti, mentre i poveri investono per lo più in attività prive di rischio. Per tutti questi motivi, la ricchezza ereditata crescerà più velocemente di quella che è possibile accumulare in una vita di lavoro.

Di conseguenza, nel caso in cui $r > g > r^{RF}$ (ed r^{RF} è sufficientemente più basso di g) un aumento del debito pubblico può anche non comportare costi fiscali e aumentare anche il benessere, ma ciononostante la disuguaglianza nella società aumenta. In un'economia in cui $r > g$, emettere debito al posto di finanziare la spesa con imposte corrisponde, seguendo la logica di Piketty, ad accentuare il meccanismo di aumento della disuguaglianza, o la forza fondamentale della divergenza. Infatti, quando $r > g$, aumentare il debito pubblico contribuirà a inasprire la distribuzione diseguale della ricchezza, e quindi ad accelerare la crescita del capitale in rapporto al reddito.

Il rapporto capitale/reddito nel lungo periodo tende, secondo Piketty, a eguagliare il rapporto tra il tasso di risparmio dell'economia (s) e il tasso di crescita (g), secondo quella che lui chiama "la seconda legge fondamentale del capitalismo". Quest'ultima riflette il fatto che un paese che risparmia molto ma cresce poco, nel tempo accumulerà un enorme stock di ricchezza, in relazione al suo reddito. Secondo i dati pubblicati da Piketty (2014, p. 217, tabella 5.1), nel caso dell'Italia, nei quarant'anni tra il 1970 e il 2010, il tasso di crescita del reddito è stato in media dell'1,9% (1,6% la crescita del reddito pro capite più 0,3% la crescita della popolazione), il più basso tra i paesi ricchi, e il tasso di risparmio il 15% del reddito nazionale, il più alto tra i paesi ricchi. Di conseguenza, l'Italia ha oggi accumulato una ricchezza privata pari a circa 7 volte il reddito nazionale ($s/g = 15/1,9$), rispetto a un rapporto pari a 3 nel 1970. Tra i paesi ricchi, l'Italia oggi ha il più alto valore della ricchezza privata in rapporto al reddito.

Figura 2 – Il capitale privato nei paesi ricchi



Fonte: <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/en/Piketty2014FiguresTablesLinks.pdf>

Il forte aumento della ricchezza privata rispetto al PIL è stato accompagnato anche da un aumento della disuguaglianza. Vi sono due dimensioni della disuguaglianza che devono essere considerate.

- La prima è la disuguaglianza di reddito. In Italia la percentuale di reddito spettante al 10% più benestante (circa 5 milioni di cittadini) è poco meno del 30% del reddito totale, mentre al 50% più povero della popolazione (circa 25 milioni di cittadini) spetta il 24% del totale. In euro, questo significa che i 5 milioni più ricchi guadagnano in media 90 mila euro lordi annui, mentre i 25 milioni più poveri circa 15 mila euro lordi. Se guardiamo all'andamento di queste percentuali nel tempo, disponibile dai dati del *World Inequality Database*, vediamo che la quota di reddito che va ai più ricchi è aumentata dal 22% nei primi anni Ottanta a una percentuale simile a quella attuale (29%) intorno al 2000. Da quell'anno si è stabilizzata, seppur con minimi scostamenti da un anno all'altro. Uno dei più evidenti è quello avvenuto tra il 2008 e il 2010, in piena crisi finanziaria, quando i più ricchi hanno aumentato di quasi un punto percentuale la loro quota a scapito dei più poveri. Nello stesso periodo la quota spettante alla metà più povera della popolazione è scesa dal 30% al 24% del reddito nazionale. La divergenza ha ripreso a crescere anche dal 2015 in poi. Nell'insieme, la disuguaglianza dei redditi in Italia è sempre forte e non sembra ridursi, anzi, ci sono segnali di un aumento.
- La seconda disuguaglianza è la disuguaglianza di ricchezza. Secondo i dati della Banca d'Italia, la distribuzione del patrimonio italiano è molto concentrata: circa il 10% della popolazione con più ricchezza possiede il 46% del patrimonio totale. C'è un'evidente correlazione tra la concentrazione del reddito e della ricchezza nel tempo. La concentrazione dei patrimoni è aumentata dal 41% alla fine degli anni Ottanta al 49%

intorno al 2000, negli stessi anni in cui il reddito dei più ricchi aumentava in percentuale sul totale. Dal 2000 l'ulteriore accumulazione di ricchezza tra il 10% più ricco è diminuita dal 49% al 44%, per poi risalire negli anni della crisi finanziaria, che evidentemente ha penalizzato molto di più (o forse soltanto) i più poveri, ma non i più ricchi.

Questi andamenti sono coerenti con quanto sostiene Piketty in merito alle origini e alla dinamica della disuguaglianza: quanto più concentrata è la ricchezza, tanto più sarà probabile che il divario di reddito tra ricchi e poveri aumenti. Infatti, la ricchezza tende a produrre rendimenti che sono tanto più alti quanto maggiore è il patrimonio accumulato. Inoltre, la divergenza nelle condizioni economiche di partenza si traduce in una forte disuguaglianza di opportunità tra gli individui, e ciò contribuisce a rendere quelle condizioni persistenti. La disuguaglianza non è soltanto un problema sociale, ma ha attirato la crescente attenzione degli economisti anche per le sue implicazioni sulla crescita. Se è vero che una certa disuguaglianza favorisce la crescita (Bénabou, 1996), perché i ricchi guadagnano più reddito e consumano di più (in valore, sebbene abbiano una minor propensione marginale al consumo), è anche vero che, come illustra Piketty, un'eccessiva disuguaglianza può diventare un ostacolo alla crescita,² se il rendimento del capitale decresce oltre un certo livello di accumulazione della ricchezza (ma questo è l'aspetto più controverso delle tesi di Piketty, su cui sia la teoria sia l'evidenza empirica non sono affatto concordi).

Vi è poi un altro motivo all'origine dell'aumento della disuguaglianza ed è legato a un elevato debito pubblico. La disuguaglianza di reddito aumenta quanto maggiore è la distanza tra r ed r^{RF} , perché, come già osservato, i più ricchi avranno più possibilità di allocare parte del loro risparmio in titoli più rischiosi e quindi di ottenere rendimenti più elevati di coloro che invece hanno una minor propensione al risparmio e quindi anche una maggior avversione al rischio, per cui preferiscono titoli più sicuri che pagano un rendimento inferiore. Poiché $r - r^{RF}$, cioè il differenziale tra il tasso di interesse incluso il premio al rischio e il tasso di interesse sui titoli non rischiosi, aumenta con la probabilità che il debito pubblico accumulato da un paese diventi insostenibile (e il suo rendimento quindi rischioso), ne segue che, quanto maggiore è la probabilità che il debito diventi insostenibile, tanto maggiore sarà l'aumento della disuguaglianza nel tempo. Quindi, quanto maggiore è r , tanto più alto sarà il costo sociale del debito pubblico: non solo il costo pagato dalle generazioni future, ma anche il costo in termini di maggior disuguaglianza all'interno della generazione corrente.

Se il debito pubblico non è solo un problema macroeconomico ma anche una fonte di ingiustizia sociale, sia inter- sia intra-generazionale, allora è tanto più importante rientrare da elevati livelli di debito. Come sostiene Blanchard, questo problema è meno grave nei paesi in cui $r < g$, per quanto si è detto sopra. Ma nei paesi in cui $r > g$, il debito pubblico redistribuisce ricchezza dalle generazioni future a quelle correnti, e all'interno di quella corrente, dai poveri ai ricchi. Brancaccio suggerisce un'interpretazione teorica secondo cui la possibilità che si verifichi l'uno o l'altro caso dipende in una certa misura dagli orientamenti di politica economica (Brancaccio, 2019; cfr. anche Brancaccio, in Blanchard e Brancaccio, 2019). Egli tuttavia converrà sul fatto che $r < g$ è vero limitatamente e solo per alcuni paesi. La riduzione del debito pubblico (purché, come vedremo nel prossimo paragrafo, attuata riducendo la spesa) quindi è la miglior risposta anche al problema di ingiustizia sociale generato dallo stesso debito. Inoltre, poiché l'aumento della disuguaglianza è all'origine dell'instabilità politica e

² Si veda anche Persson e Tabellini (1991).

sociale in molti paesi ricchi, ridurre le principali cause della disuguaglianza è un problema anche politico.

Il tema dell'austerità necessaria per rientrare da elevati livelli di debito pubblico è sempre più alto nell'agenda dei governi e nella ricerca economica. In *Austerità* Alberto Alesina, Carlo Favero e Francesco Giavazzi (2019) analizzano 170 piani di riduzione del debito pubblico adottati da 16 paesi Ocse tra il 1981 e il 2014. Alla ricerca del modo di minimizzare le conseguenze indesiderabili di un consolidamento, gli autori trovano che i piani basati prevalentemente sulla riduzione di spesa comportano un minor rallentamento della crescita e una più efficace stabilizzazione del rapporto debito/PIL rispetto quelli basati prevalentemente sull'aumento di imposte. Il motivo è che imposte distorsive hanno effetti negativi sulla distribuzione efficiente delle risorse, mentre i tagli di spesa stimolano la fiducia di consumatori e imprese in quanto segnalano la riduzione del peso futuro delle imposte.

Un'opinione comune è che il consolidamento fiscale produca conseguenze indesiderabili sulla distribuzione del reddito. La vasta letteratura che si è occupata della relazione tra consolidamento fiscale e disuguaglianza ha mostrato che l'austerità è generalmente coincisa con un aumento della disuguaglianza (Ball *et al.*, 2013, e Furceri *et al.*, 2015). Anche Woo *et al.* (2013) mostrano che piani fiscali che prevedono la riduzione della spesa sono associati a maggiori incrementi della disuguaglianza rispetto a piani realizzati attraverso un aumento delle entrate. Agnello e Sousa (2014) studiano l'impatto del consolidamento fiscale sulla disuguaglianza di reddito in 18 paesi industrializzati tra il 1978 e il 2009 e trovano che tale disuguaglianza è aumentata significativamente durante i periodi di consolidamento fiscale, soprattutto quelli realizzati attraverso riduzioni della spesa pubblica.

Quali implicazioni di politica economica trarre dall'apparente incoerenza tra i risultati degli studi che mostrano un impatto negativo della riduzione della spesa pubblica sulla disuguaglianza, rispetto agli studi che invece suggeriscono che ridurre il debito pubblico attraverso tagli alla spesa comporti meno perdite di benessere? Klein e Winkler (2017) hanno mostrato che le conseguenze distributive dell'austerità dipendono in modo sostanziale dal livello di indebitamento delle famiglie. Analizzando episodi di consolidamento fiscale in 17 paesi OCSE tra il 1980 e il 2011, gli autori trovano che l'aumento della disuguaglianza di reddito avviene soltanto se e quando il debito privato è elevato. Infatti, in presenza di un alto livello di debito delle famiglie, la propensione marginale al consumo delle famiglie indebitate è maggiore di quella delle famiglie creditrici. Di conseguenza, secondo gli autori, il consolidamento fiscale realizzato in tempi di basso livello di indebitamento delle famiglie, o in paesi dove le famiglie non sono indebitate, ma al contrario hanno un'elevata ricchezza (come in Italia), non avrebbe effetti redistributivi indesiderati e contribuirebbe a ridurre una delle cause principali dell'aumento della disuguaglianza.

Bibliografia

- Agnello L. e Sousa R.M. (2014), "How Does Fiscal Consolidation Impact on Income Inequality?", *The Review of Income and Wealth*, 60 (4), pp. 702-726.
- Alesina A., Favero C. e Giavazzi F. (2019), *Austerità: quando funziona e quando no*, Milano: Rizzoli.
- Baldini M. (2018), "Perché aumenta la disuguaglianza in Italia", *lavoce.info*, 27 aprile, disponibile alla URL: <https://www.lavoce.info/archives/52760/perche-aumenta-la-disuguaglianza-in-italia/>
- Ball L., Furceri D., Leigh D. e Loungani P. (2013), "The Distributional Effects of Fiscal Consolidation", *IMF Working Paper*, n. 13/151, giugno, Washington (DC): International Monetary Fund.

- Bénabou R. (1996), "Inequality and Growth", *NBER Working Paper*, n. 5658, luglio, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Blanchard O., (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, 109 (4), pp. 1197-1229.
- Blanchard O. e Brancaccio E. (2019), "Pensare un'alternativa. Dialogo tra Olivier Blanchard e Emiliano Brancaccio", *Micromega*, 2, pp. 7-30; (cfr. anche Blanchard O. e Brancaccio E., "Crisis and Revolution in Economic Theory and Policy: A Debate", *Review of Political Economy*, published online 6 August).
- Blanchard O. e Summers L. (2019), "Ripensare la politica macroeconomica: evoluzione o rivoluzione?", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 171-195 (orig. "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper*, n. 24179, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research, 2017).
- Brancaccio E. (2019), "Sulle condizioni per una "rivoluzione" della teoria e della politica economica", *Moneta e Credito*, 72 (287), pp. 197-206.
- Cannari L. e D'Alessio G. (2018), "La disuguaglianza della ricchezza in Italia: ricostruzione dei dati 1968-75 e confronto con quelli recenti", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 428, Roma: Banca d'Italia.
- Diamond P.A. (1965), "National Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review*, 55 (5, p.1), pp. 1126-1150.
- Furceri D., Tovar J., Loungani P. (2015), "Fiscal Consolidation and Inequality in Advanced Economies: How Robust Is the Link?", in Clements B., Mooij R., Gupta S. e Keen M. (a cura di), *Inequality and Fiscal Policy* (pp. 141-158), Washington (DC): International Monetary Fund.
- Klein M. e Winkler R. (2017), "Austerity, Inequality, and Private Debt Overhang", *DIW Berlin Discussion Paper*, n. 1633, Berlino: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.
- Krusell P. e Smith T. (2014), "Is Piketty's 'Second Law of Capitalism' fundamental?", *Vox-eu.com*, 1 giugno, disponibile alla URL: <https://voxeu.org/article/piketty-s-second-law-capitalism-vs-standard-macro-theory>
- Mazza J. (2019), "Is Public Debt a Cheap Lunch?", *Bruegel.org*, 21 gennaio, disponibile alla URL: <https://bruegel.org/2019/01/is-public-debt-a-cheap-lunch/>
- Meunier F. (2019), "Faut-il soucier de la dette publique", *Telos-eu.com*, 21 marzo, disponibile alla URL: <https://www.telos-eu.com/fr/economie/faut-il-se-soucier-de-la-dette-publique.html>
- Persson T. e Tabellini G. (1991), "Is Inequality Harmful for Growth? Theory and Evidence", *NBER Working Paper*, n. 3599, gennaio, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Piketty T. (2014), *Il capitale nel XXI secolo*, Milano: Bompiani (ed orig. 2013, *Le Capital au XXIe siècle*, Parigi: Éditions du Seuil; trad. ingl. 2014, *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Woo J., Bova E., Kinda T. e Zhang Y.S. (2013), "Distributional Consequences of Fiscal Consolidation and the Role of Fiscal Policy: What Do the Data Say?", IMF Working paper, n. 13/195, settembre, Washington (DC): International Monetary Fund.
- Wyplosz C. (2019), "Un economista nel paese delle meraviglie", *lavoce.info*, 18 giugno, disponibile alla URL: <https://www.lavoce.info/archives/59731/un-economista-nel-paese-delle-meraviglie/>