

Ripensare la teoria economica nell'era della finanziarizzazione: perchè l'equivalenza ricardiana non funziona

Giuseppe Mastromatteo

*Collaboratore, Global Institute for Sustainable Prosperity
Professore Ordinario di Economia, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano*

Lorenzo Esposito

*Collaboratore, Global Institute for Sustainable Prosperity
Consigliere Senior, Banca d'Italia, Sede di Milano
Professore a contratto, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano*

Le opinioni espresse dagli autori in questo paper sono personali e non riflettono necessariamente quelle del Global Institute o della Banca d'Italia

La crisi del 2008 ha portato a un ripensamento del ruolo delle politiche economiche. In questa breve nota analizziamo un punto specifico di questo dibattito: l'effetto della finanziarizzazione sulla politica fiscale, riprendendo il dibattito sull'equivalenza Barro-Ricardo (EBR) che, fin dagli anni '70, ha giocato un ruolo importante nella formulazione delle politiche economiche che hanno favorito la crisi. L'articolo originale di Barro (1974) evidenziava l'inutilità di politiche anti-cicliche, sostenendo che esse non potevano aiutare la crescita economica per via dell'effetto di spiazzamento degli investimenti privati. Cercheremo di spiegare perché le ipotesi tradizionalmente poste alla base di questa teoria e le sue conclusioni non sono utili per analizzare l'economia contemporanea e che occorrono interpretazioni alternative per sviluppare politiche efficaci.

Il senso delle ipotesi della EBR

Le conseguenze teoriche di un ragionamento deduttivo sono tutte nelle sue ipotesi. Questo può sembrare ovvio, ma in economia si dimentica facilmente. Nel caso dell'EBR possiamo dividere le ipotesi in due categorie. Le prime sono ipotesi empiricamente implausibili, come l'autarchia finanziaria (Bulow e Rogoff 1979), l'impossibilità di una situazione finanziaria che si configuri come uno schema Ponzi (Tcherneva 2008), mercati completi e così via. Le seconde presuppongono una situazione che esclude ab origine l'esistenza del sistema finanziario e della politica fiscale. In particolare, l'equivalenza si basa sull'ipotesi di agente rappresentativo (IAR) che assume che le persone siano "identiche in termini di gusti e produttività" (Barro); inoltre, non esistono vincoli di liquidità o di indebitamento (quindi non servono "attività finanziarie sicure" o intermediari che offrano servizi di liquidità), infine, non ci sono banche centrali.

In base a queste ipotesi, la politica fiscale è inutile perché un aumento del debito pubblico oggi significa solo più tasse domani, un fenomeno che si osserva attraverso il comportamento dei contribuenti che tendono a spendere meno anticipando l'aumento delle tasse; quindi la ricchezza privata netta rimane invariata e l'effetto stimolo della politica espansiva è inesistente (Barro, 2007). Per conto suo, il debito privato non può destabilizzare l'economia perché, come osserva Stiglitz (2014), nella teoria mainstream i mercati privati fanno la cosa giusta per definizione. Si tenga presente che lo stesso Barro (1989), ha evidenziato che molte obiezioni empiriche all'equivalenza colgono nel segno perché le ipotesi risultano improbabili se prese letteralmente, ma ritiene che siano un modo utile per discutere i diversi scenari possibili. Tuttavia, va considerato che le sue risposte possono costituire un sostegno al primo tipo di assunzioni. Il nostro obiettivo è dimostrare che non solo che le ipotesi del secondo gruppo rendono inservibile l'EBR, ma che la finanziarizzazione, nel suo complesso, toglie significato anche agli assunti del primo tipo.

Prendiamo gli aspetti centrali. L'IAR rende impossibile una vastissima serie di fenomeni. Innanzitutto, dal lato finanziario: l'ipotesi implica che la finanza, il debito, le banche e il denaro non svolgono alcun ruolo. Pertanto, la finanziarizzazione e la crescita del debito non necessitano di alcuna analisi. Se ogni agente economico ha lo stesso reddito, patrimonio, debito e paga le stesse imposte (*lump-sum*), come può cambiare qualcosa l'aumento del debito (pubblico o privato)? Aspetti quali il tasso di risparmio o il servizio del debito delle famiglie o anche il rapporto debito/PIL sono irrilevanti: "la struttura finanziaria non conta nulla" (Stiglitz, 2014). Quanto alla dimensione politica, nel contesto dell'EBR, il governo non può giocare un ruolo significativo. Se c'è solo un agente nell'economia, come può il governo fare qualcosa in contrasto con il suo unico elettore? Certamente, "non c'è bisogno di prestiti governativi" (Canzoneri et al., 2013). Più in generale, perché dovrebbe esistere un governo? In poche parole, la società di cui parla l'EBR non ha necessità né di una politica fiscale né di una dimensione finanziaria a cui applicare questa politica.

È sorprendente che si sorvoli su questo aspetto della teoria poiché questa impostazione ha escluso la finanza dall'analisi proprio quando la finanziarizzazione diventava uno dei più, se non il più importante, aspetti dell'economia mondiale. Così, mentre l'EBR andava costruendo un quadro teorico per criticare le politiche fiscali attive, la finanziarizzazione rendeva sempre più disuguali la distribuzione del reddito e della ricchezza, rendendo l'IAR sempre meno realistica; ciò ha anche prodotto una crescita senza precedenti del debito privato e della leva finanziaria con una crescente importanza della finanza per la stabilità complessiva del sistema. Mentre l'EBR traeva conclusioni di policy volte a mettere in guardia contro il debito e il deficit pubblici, il fatto che il peso del sistema finanziario sull'economia mondiale crescesse rapidamente non sembrava destare alcuna preoccupazione. Anche se prima della crisi del 2008 c'erano già stati numerosi avvertimenti sotto forma di crisi finanziarie locali e settoriali, la teoria economica basata sull'EBR non è stata in grado di individuare quanto grave e prolungata sarebbe stata la recessione a causa delle tendenze finanziarie di lungo periodo dell'economia. Dato che l'equivalenza si basa su ipotesi irrealistiche, che rendono impossibile rilevare i pericoli reali per l'economia mondiale, si potrebbe semplicemente proporre di liberarsene. Pensiamo invece che possa tornare utile interpretata in un'altra ottica.

Come usare l'EBR a fin di bene

Nel mondo dell'EBR, l'emissione di titoli di Stato implica una pari riduzione di strumenti finanziari privati (Konzelmann, 2014). La sostituibilità vale per le obbligazioni e anche per le azioni dato che "azioni e titoli di Stato [sono] perfetti sostituti" (Barro, 1974). Ora, se i titoli pubblici e privati sono così simili da poter essere utilizzati indifferentemente come asset privi di rischio, le conclusioni che valgono per i titoli di Stato devono essere valide anche per il debito privato e viceversa. Pertanto, in base all'EBR, concludiamo che obbligazioni di ogni genere e anche altri strumenti finanziari sono fondamentalmente uguali di fronte alle decisioni di politica economica. Si tratta di una prospettiva molto interessante da cui esaminare la finanziarizzazione. Vediamo che cosa comporta. Prima di tutto, la composizione del debito è irrilevante, ciò che conta è il debito complessivo. A volte pubblico il debito cresce troppo, in altri casi è il debito privato a crescere troppo, con conseguente accollo pubblico, o per dirla con Reinhart e Rogoff (2011): "i debiti privati diventano debiti pubblici dopo la crisi". La natura del debito (originariamente pubblico o privato) è un problema secondario; ciò che conta veramente è la sua dimensione rispetto all'economia (Vague, 2016). Ciò che è sconcertante è che le istituzioni internazionali sapevano da molto prima del 2008 che ciò che conta è il debito e non solo il debito pubblico. Ad esempio, tra gli indicatori di solidità finanziaria utilizzati dal FMI, molti si occupano di debito privato, ma nessuno di debito pubblico¹.

In secondo luogo, poiché ciò che conta per valutare la stabilità finanziaria complessiva è la dimensione del debito, occorre analizzare la leva finanziaria totale (cioè la finanziarizzazione) perché il debito deve essere rimborsato o, per dirla con Barro: "i futuri pagamenti degli interessi sul debito pubblico devono essere finanziati in qualche modo". Lo stesso però vale per le obbligazioni private. Se la leva finanziaria aumenta, aumenta anche il servizio del debito a meno che i tassi di interesse non scendano in modo consistente. La crescita del debito e della leva spiegano perché "lo spazio di manovra per le politiche macroeconomiche si riduce ogni anno" (BIS 2015, p. 21). Anche la crescita economica è influenzata negativamente dalla leva finanziaria attraverso l'onere del servizio del debito (Juselius e Drehmann, 2015).

Il terzo punto può essere espresso rispondendo alla seguente domanda: che cosa costituisce ricchezza netta? Barro (1974) concluse che: "non ci sono argomenti teorici persuasive per trattare i titoli di Stato, al margine, come componente netta o ricchezza familiare percepita". Dato che il debito pubblico e privato sono la stessa cosa, dobbiamo concludere che, in generale, il debito non si può considerare ricchezza sociale netta ma solo uno spostamento di ricchezza tra persone (a meno che non valga l'IAR, perché in quel caso una redistribuzione non è nemmeno concepibile). Se il debito non può creare ricchezza, che ne è degli investimenti produttivi? Nel contesto dell'EBR, non sono possibili investimenti pubblici produttivi (Barro e Redlick, 2009), anche se gli economisti che accettano l'EBR ne parlano (Bailey, 1993). L'impostazione tradizionale dell'EBR viene però negata da una successiva affermazione di Barro che "il valore di un progetto (che tiene conto, per dire, dell'intero flusso dei benefici future di un ponte o di una strada) deve giustificare il costo sociale. Ritengo che questa prospettiva, non i supposti benefici macroeconomici da stimoli fiscali, sia quella corretta da applicare ai molti nuovi progetti del governo in espansione che vedremo questo anno e i prossimi"(Barro, 2009). Pertanto, la ricchezza proveniente da un investimento dipenderà dalla sua specifica funzione economica, non

¹ Cfr. la documentazione sul sito del FMI: <https://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>.

dalla sua natura (pubblica o privata). Proprio la crisi del 2008 ha evidenziato esempi di investimenti privati inutili e di investimenti pubblici essenziali (ad esempio come prestito di ultima istanza). Quanto al legame tra investimenti pubblici e tassi di interesse, già anni fa Barro spiegò che “se i titoli di Stato non sono percepiti come ricchezza netta, allora la domanda di titoli cresce di pari passo con l’offerta, non ci sono cambiamenti nei tassi d’interesse e nessun debitore privato viene spiazzato” (Barro, 1976). Che i tassi non aumentino automaticamente con il debito era noto molto prima della crisi (cfr., per esempio, Metzler 1951). Con la crisi, nonostante un massiccio aumento del debito pubblico, i tassi non sono cresciuti, anzi “Tra il dicembre 2014 e la fine di maggio 2015, in media 2 trilioni di dollari di titoli pubblici a lungo termine [...] venivano trattati a tassi *negativi*” (BRI, 2015, p. 7). Questo grazie alle banche centrali (che a rigore non potrebbero esistere in un’economia basata sull’EBR, come visto). Ad ogni modo, l’equivalenza dovrebbe cambiare radicalmente il modo in cui esaminiamo la ricchezza finanziaria e la dinamica dei tassi.

Da questa nuova prospettiva siamo in buona posizione per capire come valutare le politiche economiche. Per quanto riguarda la politica monetaria, il suo spazio di manovra è deciso dal livello di finanziarizzazione dell’economia. A parità di altri fattori, maggiore è la leva, più basso è il tasso d’interesse sostenibile. Contrariamente all’analisi tradizionale che collega i tassi di policy all’inflazione o all’output gap, le decisioni di politica monetaria possono essere comprese solo nel contesto della fragilità finanziaria dell’economia (in particolare delle banche). Di conseguenza anche il dibattito sull’indipendenza delle banche centrali acquisisce un significato diverso: le banche centrali possono essere indipendenti dalle priorità politiche del governo, ma non dalla realtà, cioè dalla finanziarizzazione. In poche parole, se la politica economica non è in grado di ridurre la leva globale, può solo rimandare i problemi, non risolverli. Per quanto riguarda la politica fiscale e la sua struttura istituzionale, ogni regola che si limiti a considerare il debito pubblico è destinata a condurre fuori strada. Pertanto, per esempio, il trattato di Maastricht o il Patto di Stabilità e Crescita sono sbagliati. Infatti, nel 2008 l’economia europea è stata colpita duramente dalla crisi delle sue banche, non dal livello del debito pubblico, che è invece aumentato di quasi il 20% a seguito delle operazioni di salvataggio delle banche (EC, 2011). Ancora una volta, la finanziarizzazione si è mostrata un elemento decisivo, il debito pubblico *di per sé* no. Questo spiega anche il ruolo generale che lo Stato è chiamato a giocare nell’economia. In un mondo finanziarizzato, il grado di intervento è legato al debito complessivo. Come sostenne Minsky (1982), maggiore è la leva, più rischiosa la situazione, quindi più forte la necessità di un intervento pubblico. Finanziarizzazione significa maggiore leva e quindi necessità strutturale di più intervento pubblico. Questo intervento può essere *ex post*, come dopo il 2008 o, in modo più efficiente, essere volto a prevenire le crisi, ma ad ogni modo non può essere evitato. Gli economisti che sono contro un forte intervento pubblico dovrebbero anche spiegare come diminuire fortemente la leva finanziaria e il peso della finanza sull’economia; altrimenti stanno proponendo di combattere le conseguenze lasciando intatte le cause, il che non funziona mai.

In terzo luogo, l’EBR conduce a una profonda riconsiderazione del concetto di ricchezza. Alla luce della nostra interpretazione dell’equivalenza, la ricchezza privata non è automaticamente ricchezza sociale. Il debito è ricchezza se l’investimento in cui è incorporato è produttivo, una caratteristica che non ha nulla a che fare con la natura dell’emittente. Non a caso, persino il FMI (2015) e il Ministero tedesco per gli affari economici e l’energia (Janssen, 2016) hanno spiegato che gli investimenti pubblici sono decisivi per stimolare la crescita mondiale, il che ci riporta alla

politica fiscale. Negli anni '80 e '90, in Italia per giustificare le privatizzazioni, si faceva dell'ironia sul panettone di Stato come qualcosa di preistorico. L'EBR ci insegna che non è meno preistorico far sì che siano debiti privati a pagare per la costruzione di una fabbrica di panettoni. Tutto ciò che aiuta la crescita economica è positivo, in quanto produce ricchezza netta. Negli ultimi decenni, il dibattito sulle politiche economiche ha riguardato le tasse, il debito pubblico e molto poco quello che realmente fa il governo con i soldi. È ora di ricominciare a discutere di questioni più importanti come le politiche industriali (Mazzucato, 2014).

In conclusione, il senso di questa nota è evidenziare che l'interpretazione tradizionale dell'EBR non può aiutare ad analizzare il problema fondamentale della nostra epoca: la finanziarizzazione e, per questo, non può aiutarci a progettare efficaci politiche monetarie e fiscali.

Riferimenti bibliografici

Bailey, Martin J. "Note on Ricardian equivalence," *Journal of Public Economics*, 51 (1993): 437-446. Bank for International Settlements. *Annual Report*, 2015.

Barro, Robert J. "Are Government Bonds Net Wealth?," *Journal of Political Economy*, 82 (Giugno 1974): 1095-1117.

_____. "Perceived wealth in bonds and social security and the Ricardian equivalence theorem: Reply to Feldstein and Buchanan," *Journal of Political Economy*, 84 (Febbraio 1976): 343-350.

_____. "Reflections on Ricardian equivalence," NBER Working Paper 5502 (1996).

_____. "Government Spending is No Free Lunch. Now the Democrats are peddling voodoo economics," *The Wall Street Journal*, 22 Gennaio 2009.

Barro, Robert J. e Charles J. Redlick. "Macroeconomic effects from government purchases and taxes," *The Quarterly Journal of Economics*, 126 (2011): 51-102.

Bulow, Jeremy, e Kenneth. Rogoff. "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt," *Journal of Political Economy*, 97 (Febbraio 1989): 155-178.

Canzoneri Matthew, Robert Cumby e Behzad Diba, "Optimal Money and Debt Management: Friedman and Barro Revisited," mimeo, Georgetown University, 2013:
<http://faculty.georgetown.edu/canzonem/pubfin.pdf>.

European Commission. "Quarterly Report on the Euro Area," Vol. 10, No. 3 (2011).

Janssen, Ronald. "German Economy Ministry Backs Up OECD Call For Public Investment Stimulus,"

- Social Europe Blog, 20 Dicembre 2016: <https://www.socialeurope.eu/2016/12/german-economy-ministry-backs-oecd-call-publicinvestment-stimulus/#>.
- Juselius, Mikael e Mathias Drehmann. “Leverage dynamics and the real burden of debt,” BIS Working Paper No. 501 (2015).
- Konzelmann, Suzanne. “The Political Economics of Austerity,” *Cambridge Journal of Economics*, 38 (April 2014): 701-741.
- Mazzuccato, Mariana., *Lo Stato innovatore*, Laterza, Roma, 2014.
- Metzler, Lloyd A. “Wealth, Saving, and the Rate of Interest,” *Journal of Political Economy*, 59 (Aprile 1951): 93-116.
- Minsky, Hyman P. “The Financial Instability Hypothesis,” The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74 (1982).
- Reinhart, Carmen e Kenneth Rogoff. “From financial crash to debt crisis,” *American Economic Review*, 101 (Maggio 2011): 1676–1706.
- Stiglitz, Joseph E. “Reconstructing Macroeconomic Theory to Manage Economic Policy,” in Laurent, Eloi. et al. (a cura di). *Fruitful Economics*, Palgrave Macmillan, Londra, 2014.
- Tcherneva, Pavlina. “The Return of Fiscal Policy: Can the New Developments in the New Economic Consensus Be Reconciled with the Post-Keynesian View?” The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper N. 539 (2008): http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_539.pdf.
- Vague, Richard. “How to Suffocate Your Economy: Drown it in Massive Private Debt,” Economics Blog, 24 Settembre 2016: <http://evonomics.com/how-to-suffocate-your-economy-privatedebt/>.