

La finanza dei ricchi e la ricchezza degli altri

di Francesco Bogliacino e Virginia Maestri

Premessa

Negli scorsi decenni la disuguaglianza nei redditi è cresciuta, spesso in modo significativo, in quasi tutti i paesi avanzati. Ciò è avvenuto anche per effetto della forte crescita dei redditi percepiti da chi già occupava le primissime posizioni nella scala economica. Anche la distribuzione della ricchezza, che riceve meno attenzione di quella dei redditi, è diventata più disuguale.

In questo saggio ci proponiamo di fornire elementi utili per conoscere meglio alcune importanti caratteristiche di queste tendenze e, soprattutto, per valutare il ruolo che le evoluzioni all'interno del mondo della finanza possono avere avuto nel determinarle.

I. La finanza e la disuguaglianza dei redditi

La disuguaglianza nei redditi è tornata a essere oggetto di studio, da parte degli economisti, all'inizio degli anni Novanta. Le ragioni di questo ritrovato interesse sono numerose e di diversa natura; tra di esse vi era la preoccupazione che, anche per effetto delle politiche neoliberiste adottate da Thatcher e Reagan, si fosse interrotto e invertito il processo di graduale riduzione delle disuguaglianze che aveva caratterizzato gli anni Sessanta e Settanta e che era stato una conseguenza anche delle lotte politiche e sindacali dei lavoratori.

In effetti, gli studi condotti da allora, prevalentemente basati su dati derivanti da indagini campionarie, hanno provato la fondatezza di questa preoccupazione. Ad esempio, due recenti rapporti dell'OCSE (OECD, 2008; 2011) dimostrano come l'indice di Gini – che è l'indicatore sintetico di disuguaglianza più usato – calcolato sui redditi disponibili delle famiglie, al netto dell'intervento dello Stato, sia aumentato in quasi tutti i paesi occidentali (e non solo), pur con alcune specificità nazionali.

Poiché il reddito disponibile include tutti i redditi che affluiscono al nucleo familiare, la sua distribuzione è influenzata da un numero ampio di

fattori: con riferimento ai redditi da lavoro, sono rilevanti sia le remunerazioni sia il tasso di partecipazione al mercato del lavoro; i redditi da capitale dipendono anche dalla distribuzione della ricchezza e, d'altro canto, sono influenti anche alcuni fattori demografici (quali l'ampiezza delle famiglie, che determina l'incidenza *pro capite* di alcune spese fisse, o il grado di correlazione tra i redditi dei coniugi) e, naturalmente, le politiche redistributive (attraverso le tasse e i trasferimenti) adottate dai vari governi.

È interessante osservare che, decomponendo l'incremento totale nell'indice di Gini tra i fattori sopra-elencati, il ruolo dei redditi di capitale e la minor capacità di redistribuzione da parte dello Stato risultino cruciali nello spiegare la crescita della disuguaglianza, soprattutto nella finestra temporale che si apre nella seconda metà degli anni Novanta.

Per conoscere meglio le dinamiche della disuguaglianza, anche su un più lungo orizzonte temporale e sulla base di dati il più possibile affidabili, sono molto importanti gli studi, condotti in primo luogo da Piketty, che hanno utilizzato non i dati provenienti da indagini campionarie, ma quelli che risultano dagli archivi fiscali e su questa base hanno costruito un particolare indicatore di disuguaglianza: la quota di reddito che va a coloro che percepiscono i redditi più elevati (ad esempio, l'1% o il 10% più ricco della popolazione, a seconda dei casi), i cosiddetti *top incomes* (Atkinson, Piketty, 2007)¹.

Il quadro che emerge da questi studi è interessante e per certi versi nuovo (Atkinson, Piketty, Saez, 2011). Innanzitutto, si osserva che la quota di reddito che va ai più ricchi è diminuita, in quasi tutti i paesi, nel periodo compreso tra le due guerre per effetto di una serie di eventi (dalle distruzioni belliche, all'inflazione, ai fallimenti indotti dalla crisi) che hanno colpito la ricchezza e i redditi ad essa collegati. Inoltre, nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale, la quota di reddito dei più ricchi è rimasta in generale stabile su livelli bassi e, in alcuni paesi, ha continuato a cadere. Infine, tra la fine degli anni Settanta e i primi anni Ottanta, nei paesi anglosassoni (USA, Regno Unito, Australia, Canada, Irlanda e Nuova Zelanda) si è manifestata un'inversione di tendenza e la quota di reddito del 10% più ricco ha preso a crescere nettamente. Ciò non è avvenuto in altri paesi, e

1. I dati fiscali hanno il vantaggio di essere disponibili da molto tempo – una qualche forma di tassazione del reddito per i più ricchi esiste da quando esistono gli Stati moderni – e quindi di permettere analisi di lungo periodo; tuttavia, essi presentano anche problemi, ad esempio quello della loro attendibilità minata dal rischio di evasione fiscale. Usando appropriate tecniche statistiche, questi dati vengono ripuliti e “spalmati” in maniera continua sulla parte più ricca della distribuzione, in modo da determinare il reddito soglia, per esempio il 10% (Atkinson, 2007). Mettendo a rapporto i dati così ottenuti con quelli di contabilità nazionale relativi al reddito prodotto in un anno si ottiene una stima della quota del reddito detenuta dall'élite dei più ricchi.

in particolare in quelli europei continentali, dove quella quota è rimasta costante o è cresciuta in modo molto contenuto. È anche importante sottolineare che in alcuni paesi – tra i quali gli USA – la crescita della quota del decile più alto è il risultato di un fortissimo aumento del reddito che affluisce all'1% più ricco, e questo rende il motto di Occupy Wall Street – *we are the 99%* – qualcosa di più di uno slogan fortunato.

Questa più accentuata concentrazione dei redditi nelle mani dei più ricchi è stata determinata sia dalla crescente importanza dei redditi da capitale – e questo è avvenuto soprattutto in Svezia e Finlandia (Roine, Walderström, 2008; Jantti *et al.* 2010) – sia dal diffondersi dei *working rich*, i cui redditi sono aumentati in modo vertiginoso. È questo, ad esempio, il caso degli amministratori delegati delle grandi aziende, che hanno beneficiato di retribuzioni da capogiro (Steiner, 2012). Come è noto, queste retribuzioni dipendono anche da indicatori di redditività delle imprese, ma ciò non basta per escludere che a determinarle sia anche il potere di decidere le proprie retribuzioni, di cui godono molti manager, reso possibile dalla debole disciplina imposta dal mercato e dalla concorrenza (Dew-Becker, Gordon, 2005). In ogni caso la vera natura di questi redditi (se siano redditi da lavoro o da capitale) è oggetto di discussione (Stiglitz, 2012).

Un dato di fatto molto importante è che, adottando una prospettiva di lungo periodo, gli anni compresi tra la Grande Depressione e le crisi degli anni Settanta, con la loro bassa disuguaglianza e la ridotta incidenza dei *top incomes*, appaiono come una anomalia. La forte concentrazione dei redditi manifestatisi sul finire del secolo scorso, non troppo diversa da quella che aveva caratterizzato il secolo XIX e i primi decenni del secolo successivo, sembra essere la “norma” del capitalismo.

Tra i fattori che spiegano la lievitazione dei *top incomes* c’è sicuramente la crescente importanza dei redditi da capitale, da un lato, e la minore progressività del sistema fiscale, dall’altro. Quest’ultima può essere considerata, almeno in parte, una conseguenza del rinnovato vigore del capitale che si manifesta anche nella sfera politica e porta a indebolire le politiche redistributive.

All’interno di questo rinnovato vigore del capitale, una caratteristica importante del panorama post-anni Settanta è la crescita del capitale transnazionale. Come intuirono Arrighi e Silver (1999), la novità della fine degli anni Novanta non era, né sarebbe stata, il ritorno della conflittualità sociale, la ripresa della disuguaglianza oppure il processo di finanziarizzazione. Questi erano fenomeni spiegabili all’interno di una prospettiva di lungo periodo del capitalismo e dei suoi cicli di accumulazione; la vera novità era, piuttosto, il manifestarsi di un *mismatch* tra la logica territorialista, ancora rigidamente ancorata ai confini nazionali, da un lato, e il carattere sempre più internazionale del capitale, dall’altro. Tutto ciò è di-

venuto evidente non soltanto con l'affermarsi delle imprese multinazionali ma anche, appunto, con il consolidarsi di enormi ricchezze personali sempre più mobili e sfuggenti. Al riguardo, è significativo quanto emerge da uno studio di Roine e Walderström (2012) condotto sui dati utilizzati dalla rivista "Forbes" per stilare ogni anno la graduatoria mondiale dei super-ricchi. Questi dati si riferiscono non ai redditi ma ai patrimoni – quindi agli stock accumulati – e, inoltre, l'unità di riferimento è la famiglia come un tutto, in quanto non sempre è facile attribuire il patrimonio a ciascun membro della famiglia.

Anzitutto lo studio documenta che il numero dei *billionaires* è cresciuto e che l'ammontare di ricchezza nelle mani di questo ristrettissimo gruppo di persone è enorme (si ritiene che raggiunga l'8% del PIL mondiale). In secondo luogo, e soprattutto, emerge che è molto aumentata la quota di *billionaires* per i quali residenza e cittadinanza non coincidono; ciò conferma l'importanza della transnazionalità.

Altri elementi importanti sono i seguenti: tra i nuovi ricchi dei paesi emergenti, non mancano i *self made men*, ma un rilievo speciale assumono coloro che devono la propria fortuna alla proprietà di risorse naturali. Anche questo è un elemento, forse inatteso, di similitudine con il secolo XIX. Inoltre, come sottolinea Stiglitz (2012), tra i super ricchi vi sono, accanto a innovatori e capitani di impresa dei settori dell'high-tech, anche imprenditori che operano in mercati protetti e beneficiano, sostanzialmente, di rendite monopolistiche, come sono anche quelle consentite dalle esternalità di rete delle nuove tecnologie. Questo avviene in diversi paesi, tra i quali gli Stati Uniti.

Il carattere sfuggente e mobile del capitale è anche legato alle possibilità offerte dai liberi flussi finanziari: la fine della "repressione finanziaria" (Reinhart, Rogoff, 2009), oltre ad alimentare l'instabilità del sistema (Diaz-Alejandro, 1985), ha anche permesso la costruzione di un apparato istituzionale di elusione/evasione fiscale che rende opache e inaffidabili le stime sia sui redditi più elevati sia sulla diseguaglianza in generale. Ad esempio, un recente rapporto di "Tax Justice Network" quantifica in 21 trilioni di dollari la ricchezza non registrata ed evasa, e ciò rende più che giustificato il sospetto che la diseguaglianza reale sia ben più elevata di quanto risulta dalle stime oggi disponibili (Shaxson, Christensen, Mathiason, 2012).

2. Uno sguardo ravvicinato sulla distribuzione della ricchezza

Un'analisi completa delle diseguaglianze economiche e del ruolo che, rispetto a esse, svolge la finanza non può fare a meno di considerare anche lo stock di ricchezza, in particolare soffermandosi sulla sua composizione,

sulla sua distribuzione e sul ruolo che hanno i diversi fattori che concorrono a determinarla e ad accrescerla: i risparmi e il loro rendimento, i patrimoni ereditati e l'apprezzamento dei valori capitali. In questo paragrafo esamineremo brevemente alcuni di questi problemi.

Nei paesi avanzati la ricchezza delle famiglie è un multiplo del reddito netto che generalmente oscilla tra 3 e 6². In Italia, però, il valore è superiore: nel 2010, è stato pari a 8 (Banca d'Italia, 2012). Dai dati risulta che quasi tutte le famiglie sono titolari di ricchezza, ma ciò è dovuto al fatto che i semplici conti di deposito bancario sono considerati ricchezza finanziaria. La quota di famiglie con proprietà immobiliare si aggira sui 2/3.

In generale, la ricchezza tenuta in forma finanziaria rappresenta circa il 15-30% del patrimonio complessivo. I prodotti finanziari più redditizi, come le azioni, sono presenti nel portafoglio di una quota di famiglie che oscilla, nei vari paesi, tra il 10% e il 30% e, in generale, essi rappresentano soltanto l'1-7% del patrimonio delle famiglie. L'eccezione è costituita dagli Stati Uniti, dove la quota di patrimonio investita in azioni è superiore al 15%.

L'uso di prodotti finanziari complessi è ancora limitato e, negli ultimi decenni, il "mattone" ha rappresentato la forma più popolare d'investimento delle famiglie nei paesi industrializzati. Oggi, ampi segmenti della popolazione (oltre il 60% nella maggior parte dei paesi OCSE) risultano proprietari di casa e gli immobili costituiscono ormai più della metà del patrimonio complessivo³. Ciò è dovuto anche al notevole apprezzamento verificatosi, almeno fino a prima della crisi, nel prezzo delle case. Anche la ricchezza finanziaria – nonostante le varie crisi – è notevolmente cresciuta nel corso degli ultimi decenni, anch'essa principalmente per effetto del forte apprezzamento dei valori capitali.

I fattori che concorrono a determinare la composizione del portafoglio patrimoniale delle famiglie appartenenti alle diverse classi sociali sono molteplici, e tra di essi vi sono le politiche abitative. In paesi come l'Italia e la Grecia, l'assenza di efficaci politiche per la casa ha spinto le classi più basse ad accumulare capitale da investire nell'abitazione principale e a ritardare l'uscita dalla casa dei genitori⁴ che, peraltro, verrà poi ereditata. In effetti, la trasmissione intergenerazionale costituisce oggi il canale principale di acquisizione della casa.

2. Cfr., ad esempio, Jappelli, Pistaferri (2010) per l'Italia e Landais, Picketty, Saez (2011) per la Francia.

3. In realtà, ci sarebbe anche un'altra fonte di ricchezza contabilizzata come ricchezza finanziaria: l'accumulazione di diritti pensionistici. Tuttavia, questa forma di ricchezza viene spesso esclusa dalle statistiche sul patrimonio per carenza di dati.

4. Va ricordato che l'Italia e la Grecia hanno adottato, prima dei recenti cambiamenti imposti dalle politiche di austerity, un trattamento fiscale favorevole alla casa.

All'opposto, negli Stati Uniti e in molti paesi europei (*in primis* l'Olanda) la liberalizzazione dei mercati finanziari e la popolarità dei mutui sulla casa hanno determinato un'esplosione della quota di famiglie indebite. In alcuni paesi (ad esempio, Olanda o Islanda) le famiglie con un mutuo rappresentano circa il 50-60% del totale (e in Olanda il debito privato per la casa ha già superato il 100% del PIL); in altri paesi (come la Spagna, il Portogallo e l'Irlanda) esse sono circa il 25%.

La quota di famiglie indebite – principalmente, ma non soltanto, per il mutuo – è estremamente variabile da un paese all'altro: si passa dall'80% della Norvegia al 22% dell'Italia⁵. Malgrado questa percentuale relativamente bassa, il debito delle famiglie è in forte crescita anche nel nostro paese: l'aumento è stato di 31 punti di PIL tra 1999 e 2007⁶. Questo ha minato quello che sembrava un fatto stilizzato definitivamente acquisito, e cioè l'alta propensione al risparmio degli italiani.

La quota di famiglie che risulta essere proprietaria di una qualche forma di ricchezza è molto alta, ma questo non impedisce che la ricchezza sia molto dispersa e sia, perfino, molto polarizzata tra chi non possiede niente e chi possiede *troppo*. La percentuale di famiglie con patrimonio nullo non è irrilevante, oscillando tra il 2 e l'8% (in Italia è del 7%)⁷. Inoltre, per molte famiglie (in generale la quota oscilla tra il 10% e il 30% nei vari paesi) la ricchezza risulta essere negativa a causa di un eccesso d'indebitamento (OECD, 2008); solo in pochi paesi, tra cui l'Italia, è molto bassa la percentuale di famiglie con un valore dell'attivo patrimoniale inferiore al debito. All'opposto, il 10% più ricco detiene tra il 40% e il 70% della ricchezza totale e l'1% più ricco tra il 10% e il 30% (OECD, 2008).

In generale, la ricchezza è distribuita in maniera di gran lunga più diseguale del reddito disponibile e, per quanto possa sembrare poco intuitivo, i paesi caratterizzati da un'alta disuguaglianza nel reddito – come l'Irlanda, l'Italia e la Spagna – presentano una distribuzione della ricchezza relativamente più egualitaria rispetto ai paesi con una bassa disuguaglianza del reddito (ad esempio, i paesi scandinavi). Per spiegare questo apparente paradosso occorre ricordare che, come si è già accennato, nei paesi del primo gruppo la mancanza di concrete politiche abitative (come i programmi di *housing* sociale dei paesi dell'Europa settentrionale) ha indotto anche le famiglie meno abbienti a investire nella casa, e ciò ha contribuito a ridurre

5. I dati presentati si riferiscono a Canada, Finlandia, Italia, Norvegia, Svezia e Stati Uniti intorno al 2000 e provengono da OECD (2008). Non riportiamo i dati per la Germania perché basati su dati individuali e per questo non comparabili.

6. Per una discussione del caso italiano, si veda il bel libro di Revelli (2010).

7. *Ibid.*

la dispersione della ricchezza⁸. È anche da sottolineare che nei paesi del Nord Europa l'alta disuguaglianza nella ricchezza non si traduce in una forte disuguaglianza negli standard di vita proprio in virtù delle politiche di *welfare* adottate e, in particolare, dei programmi di *housing* sociale, che sono molto generosi.

Le differenze tra paesi, rispetto alla disuguaglianza nella distribuzione dei patrimoni, possono avere cause diverse. Tra di esse vi sono certamente le specificità istituzionali (e, quindi, anche quelle relative alla spesa per l'*housing* sociale), ma molto importanti sono anche le dinamiche delle diverse componenti (finanziarie e non) del patrimonio, che possono incidere sulla disuguaglianza complessiva anche a parità di fattori istituzionali.

Sulla disuguaglianza della ricchezza e sulle sue più recenti tendenze, i dati disponibili – malgrado siano disponibili per un limitato numero di paesi e coprano un periodo temporale non molto lungo – suggeriscono che:

- a) si è avuto un aumento della disuguaglianza della ricchezza nella maggior parte dei paesi sviluppati (Bogliacino, Maestri, 2012);
- b) in coerenza con quanto è avvenuto in passato in analoghe circostanze, nel periodo successivo alla crisi finanziaria la disuguaglianza nella ricchezza tende a crescere nella maggior parte dei paesi sviluppati (Credit Suisse Research Institute, 2011);
- c) all'interno della crescente disuguaglianza si sta accentuando la polarizzazione tra ricchi e poveri. In Germania, ad esempio, la percentuale di nullatenenti è passata dal 6,5% al 10,5% tra la fine degli anni Settanta e gli inizi del Duemila, mentre quella degli individui con un patrimonio negativo è passata dal 3,4% al 5,5% nello stesso periodo (Fuchs-Schundeln, Krueger, Sommer, 2010). All'opposto, si è avuto un processo di concentrazione nella parte più alta della distribuzione. Negli Stati Uniti la quota della ricchezza nelle mani del *top 10%* è passata dal 51% al 59% tra l'inizio degli anni Ottanta e la seconda metà del decennio scorso (Heathcote *et al.*, 2010);
- d) la dispersione della ricchezza finanziaria è maggiore di quella immobiliare (Cowell, Karagiannaki, McKnight, 2012; Domeij, Flodén, 2010; Jappelli, Pistaferri, 2010) e sembra essere la causa principale della crescente dispersione nella ricchezza netta. Quest'ultima, infatti, è aumentata meno della dispersione della sola ricchezza finanziaria e ciò dipende dalla distribuzione più egualitaria del patrimonio immobiliare. Una situazione di questo tipo si ha, ad esempio, in Italia, Germania e Stati

8. Questo si somma al meccanico effetto statistico della riduzione del numero di famiglie, dovuto alla perdurante permanenza dei figli nella casa dei genitori.

Uniti (Fuchs-Schundeln, Krueger, Sommer, 2010; Heathcote *et al.*, 2010; Jappelli, Pistaferri, 2010).

In conclusione, va sottolineato come l'aumento dell'indebitamento, soprattutto quando determina patrimoni netti negativi, costituisce un fattore di accrescimento delle disuguaglianze che si va a sommare a quello determinato dalla crescente disuguagliaza nella distribuzione della ricchezza finanziaria. Inoltre, l'esplosione dei mutui, in particolare negli Stati Uniti, e il parallelo sviluppo di obbligazioni legate ai mutui (CDO) hanno garantito profitti enormi a chi investiva in finanza. In sostanza, i ricchi si sono ulteriormente arricchiti grazie al debito di coloro che cercavano di accumulare ricchezza abitativa. Infine, i profitti derivanti dalla speculazione finanziaria sui mutui sono stati distribuiti, attraverso bonus elevatissimi, ai manager delle grandi banche di investimento, e ciò ha alimentato disuguaglianze crescenti nella distribuzione del reddito. In conclusione, la rendita finanziaria collegata ai mutui ha contribuito alla crescita dell'inuguaglianza sia dei redditi sia della ricchezza.

3. Capitale, lavoro e disuguaglianze

Nei paragrafi precedenti si è visto che, nei paesi avanzati, redditi e ricchezze sono distribuiti in modo da creare divisioni sociali abbastanza nette e si è indicato, anche se sommariamente, il ruolo che hanno svolto a questo riguardo il debito, gli aumenti dei valori patrimoniali e le rendite finanziarie. I fattori da considerare in un'analisi completa delle recenti evoluzioni sono, naturalmente, molto più numerosi. Senza avere pretese di completezza, in questo paragrafo, vogliamo richiamare l'attenzione sull'importanza che assume, rispetto alla disuguaglianza e ad alcuni suoi aspetti caratteristici, l'andamento del rapporto tra tasso di crescita dell'economia, da un lato, e tasso di rendimento del capitale, dall'altro.

Con riferimento alla disuguaglianza nei redditi, occorre partire dalla considerazione che le fonti di reddito sono, essenzialmente, il lavoro e il capitale. I redditi da capitale che affluiscono alle singole famiglie dipendono principalmente da due fattori: il valore del capitale posseduto e il tasso di rendimento che esso permette di conseguire, che dipende dal funzionamento del mercato dei capitali e dalle opportunità d'investimento che offre. Sappiamo che il capitale è distribuito in modo molto diseguale, pertanto un aumento del suo tasso di rendimento tende ad amplificare le disuguaglianze riconducibili al suo possesso. D'altro canto, il valore del capitale può crescere sia per effetto del risparmio sia in conseguenza dell'apprezzamento del capitale già accumulato.

Per quello che riguarda il lavoro va, innanzitutto, ricordato che il salario rappresenta la fonte maggiore di reddito per la stragrande maggioranza dei cittadini. La disuguaglianza riconducibile al reddito da lavoro dipende da numerose variabili: le decisioni di offerta dei lavoratori, le condizioni di domanda delle imprese e naturalmente le condizioni sociali, politiche e istituzionali che concorrono alla formazione dei salari (Howell, 1999). Un fattore certamente importante è il tasso di occupazione. Se quest'ultimo è basso, molte famiglie non riceveranno alcun reddito da lavoro e questo, di per sé, accresce le disuguaglianze. Pertanto, un aumento del tasso di occupazione dovrebbe contenere queste disuguaglianze e, d'altro canto, dovrebbe accrescere – sempre a parità di altre condizioni – la quota di reddito che va ai salari rispetto a quella che va ai profitti o alle rendite, con la conseguenza di contribuire, anche per questa via, alla riduzione delle disuguaglianze. Infatti, i redditi da lavoro si distribuiscono in modo molto meno diseguale dei redditi da capitale e, per conseguenza, se con l'occupazione cresce il loro peso sul totale, anche la disuguaglianza complessiva ne risulterà ridotta. La principale determinante del tasso di occupazione è il tasso di crescita aggregato dell'economia.

Quanto precede dovrebbe chiarire perché, come si è affermato, per lo studio e la spiegazione della disuguaglianza è importante considerare il rapporto tra tasso di crescita dell'economia e tasso di rendimento del capitale.

Ragionando sui flussi, nei periodi in cui la crescita è elevata e i tassi di rendimento sono contenuti, i redditi da lavoro tendono a rappresentare una quota maggiore del reddito complessivo con effetti favorevoli alla riduzione delle disuguaglianze nei redditi, per i motivi indicati in precedenza.

Per quanto riguarda gli stock di ricchezza, quando la crescita è alta in rapporto ai tassi di rendimento, quegli stock si alimentano soprattutto di nuovi risparmi mentre, quando accade l'opposto, prevale l'effetto inerziale del capitale accumulato che, peraltro, dà anche luogo a una maggiore trasmissione intergenerazionale delle disuguaglianze esistenti (Piketty, 2011).

Dunque, i fattori che determinano il tasso di rendimento del capitale sono di decisiva importanza per l'evoluzione e le caratteristiche della disuguaglianza. È frequente ricondurre questi tassi di rendimento a fenomeni di mercato, relativamente deterministici e impersonali, e, più in particolare, alle caratteristiche della tecnologia⁹. In realtà, sono molto importanti

9. Per una rassegna e un'analisi della spiegazione tecnologica, si vedano Acemoglu, Autor (2011) e Acemoglu (2002).

sia le decisioni politiche sia le dinamiche della conflittualità sociale. In particolare si possono evidenziare i seguenti aspetti:

- a) l'abbandono delle politiche di “contenimento della finanza” ha permesso la ricostituzione della quota dei profitti e ha aperto spazi di enormi guadagni finanziari. Questi sono stati consentiti, in parte, dal trasferimento di risorse da settori a basso rendimento a quelli ad alto rendimento e, in parte, da vere e proprie “bolle” speculative. In quest’ultimo caso, il problema viene generato da una fase di prolungata assunzione di rischi consentita dalla leva sul debito: gli investitori cercano di trarre guadagno dalle aspettative di ascesa dei corsi di alcune attività e vengono aiutati in questo dalla moneta creata dal sistema bancario ufficiale (o, anche, da quello “ombra”, come sottolinea Krugman, 2012). Tuttavia, ciò determina un’instabilità intrinseca che porterà allo scoppio della “bolla” (Minsky, 1977);
- b) la globalizzazione finanziaria ha creato “buchi neri” dal punto di vista fiscale e ha fortemente indebolito la capacità degli Stati di tassare il capitale mobile;
- c) la tassazione sul capitale è stata alleggerita anche a seguito della propaganda contraria alla tassazione medesima nel nome dell’efficienza. Su questo punto tuona in particolare Roemer (2011): il clima post anni Settanta ha visto l’affermarsi dell’influenza di *think tanks* di area conservatrice, che ha molto insistito sui presunti effetti disincentivanti della tassazione. Questa corrente di pensiero è chiaramente visibile nel caso della teoria della tassazione ottimale del capitale (Mankiw, Weinzierl, Yagan, 2009). Tuttavia, come sostiene lo stesso Roemer, essa si basa su di una serie di ipotesi irrealistiche che dovrebbero indurre a una cautela in aperto contrasto con la intransigenza delle ricette proposte.

Un esempio aiuta a chiarire il punto: buona parte dei modelli si soffermano unicamente sul ruolo delle differenze nella produttività (dei “padri”) nello spiegare la ricchezza ereditata. In realtà, sono molto importanti i fattori demografici e sociali e vari *shocks*, come dimostra la sistematica sottostima della disuguaglianza che scaturisce dai modelli economici standard sulla distribuzione della ricchezza (Piketty, Saez, 2012). Nella stessa direzione ha giocato l’ipotesi dell’abbassamento delle aliquote (o l’aumento nelle deduzioni) della tassa di successione¹⁰.

A loro volta, alcune delle cause appena elencate, hanno avuto effetto a cascata sulla distribuzione dei salari: per esempio, l’allineamento degli incentivi individuali alla *performance* borsistica (per i manager tramite le *stock options* e per gli operatori finanziari con vari sistemi di bonus) hanno contribuito ad alimentare la formazione di quei *working rich*, compresi nel famoso 1%, di cui si è detto nel PAR. I.

10. Per una discussione, si veda Bogliacino, Maestri (2012).

4. Conclusioni

L'esplorazione congiunta dei dati sulla distribuzione del reddito e della ricchezza segnala un ritrovato ruolo dominante del capitale nel promuovere la crescita della disuguaglianza. Le cause che stanno dietro a questo cambio di rotta – rispetto al periodo di crescita più egualitaria precedente alla svolta degli anni Ottanta – sono complesse, ma riconducibili a una *cospicua, ingente finanziarizzazione* dell'economia. Da un lato, hanno pesato le riforme dell'architettura istituzionale internazionale, con una amplissima liberalizzazione dei movimenti finanziari; e lo sviluppo di mercati deregolamentati e non trasparenti. Dall'altro, hanno giocato fattori di carattere ideologico: i tecnici chiamati a prendere decisioni, sia in ambito nazionale che internazionale, in molti casi sono stati “cooptati” dal sistema finanziario (con una *revolving door* tra incarichi governativi e banche) essendo, in generale, in qualche modo “allineati” sulle stesse posizioni, per effetto di un processo di *mutual cultivation*, della comune formazione e della condivisione di uno stesso *humus* culturale.

Entrambi i processi hanno portato alla crescita dei profitti (*lato sensu*), includendo remunerazione del capitale, rendite, *performance bonuses* ecc.) e al contenimento dei salari, spesso attraverso meccanismi instabili (come le “bolle”) o anche inefficienti (Stiglitz, 2012), che non tenevano in alcun conto la ricchezza *degli altri*. Inoltre, la mobilità del capitale e le armi spuntate della regolamentazione hanno svolto una sorta di funzione di “disciplina” nei confronti degli Stati, costringendoli a spostare il peso della tassazione sul lavoro e a incrementare la tassazione indiretta, che colpisce spropositatamente chi non può risparmiare.

Affrontare il problema della disuguaglianza comporta necessariamente un ripensamento del disegno dei mercati finanziari internazionali; in particolare, il ripristino della “repressione finanziaria” deve essere incluso tra le opzioni possibili, perché un intervento basato unicamente sulla redistribuzione del reddito *ex post* rischia di essere un’arma spuntata.

A questo proposito è utile qualche considerazione sul dibattito politico che si è svolto dopo la crisi e sulle recenti riforme fiscali introdotte in Europa con i vari “pacchetti austerità”. Come è noto, si è scelto di puntare principalmente sulla tassazione della casa e ciò sembra confermare quanto si è detto in precedenza: l'estrema mobilità del capitale finanziario ha generato una corsa a ridurne la tassazione e ha distorto l'intervento verso la forma di ricchezza più immobile: la casa. L'investimento immobiliare ha indubbiamente arricchito chi aveva investito al momento giusto. Tuttavia, per moltissimi la casa rappresenta un bene di consumo più che d'investimento e, in molti paesi, è oramai indissolubilmente le-

gata all'indebitamento delle famiglie. È una politica miope insistere sulla tassazione della casa dimenticando questi aspetti.

D'altro canto, le scelte di *policy* degli ultimi decenni hanno senza dubbio contribuito alla creazione di enormi *capital gains*, praticamente non tassati. Tutto questo, piuttosto che il godimento della prima casa, è principalmente responsabile della crescita della disuguaglianza. Se il capitale mobile è difficile da tassare, allora occorre intervenire prima che si accumulino differenze non giustificabili: nel momento della trasmissione intergenerazionale (tassazione sulle successioni e sulle donazioni) e in quello della realizzazione delle plusvalenze. Infine, occorre intervenire per correggere l'insostenibile disparità di trattamento fiscale fra capitale e lavoro.

Riferimenti bibliografici

ACEMOGLU D. (2002), *Technology and the Labor Market*, in “Journal of Economic Literature”, 40, pp. 7-72.

ACEMOGLU D., AUTOR D. H. (2011), *Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings*, in O. Ashenfelter, D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 4/B, North Holland, Amsterdam.

ARRIGHI G., SILVER B. J. (1999), *Chaos and Governance in the Modern World System*, University of Minnesota Press, Minneapolis.

ATKINSON A. B. (2007), *Measuring Top Incomes: Methodological Issues*, in A. B. Atkinson, T. Piketty (eds.), *Top Incomes: A Global Perspective*, Oxford University Press, Oxford-New York, pp. 18-42.

ATKINSON A. B., PIKETTY T. (eds.) (2007), *Top Incomes: A Global Perspective*, Oxford University Press, Oxford-New York.

ATKINSON A. B., PIKETTY T., SAEZ E. (2011), *Top Incomes in the Long Run of History*, in “Journal of Economic Literature”, 49, 1, pp. 3-71.

BANCA D'ITALIA (2012), *Household Income and Wealth in 2010*, supplement to the “Statistical Bulletin”, 6.

BOGLIACINO F., MAESTRI V. (2012), *Wealth Inequality*, in AA.VV, *Drivers of Growing Inequality*, GINI Discussion Paper.

COWELL F., KARAGIANNAKI E., MCKNIGHT A. (2012), *Mapping and Measuring the Distribution of Household Wealth: A Cross-country Analysis*, GINI Discussion Paper.

CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE (2011), *Global Wealth Report 2011*, in http://infocus.credit-suisse.com/data/_product_documents/_shop/323525/2011_global_wealth_report.pdf.

DEW-BECKER I., GORDON R. J. (2005), *Where Did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income*, in “Brookings Papers on Economic Activity”, 2, pp. 67-127.

DIAZ-ALEJANDRO C. (1985), *Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash*, in “Journal of Development Economics”, 19, pp. 1-24.

DOMEIJ D., FLODÉN M. (2010), *Inequality Trends in Sweden 1978-2004*, in “Review of Economic Dynamics”, 13, pp. 1179-2008.

FUCHS-SCHUNDEL N., KRUEGER D., SOMMER M. (2010), *Inequality Trends for Germany in the Last Two Decades: A Tale of Two Countries*, in "Review of Economic Dynamics", 13, pp. 103-32.

HEATHCOTE J. et al. (2010), *Unequal We Stand: An Empirical Analysis of Economic Inequality in the United States, 1967-2006*, in "Review of Economic Dynamics", 13, pp. 15-51.

HOWELL D. R. (1999), *Theory-Driven Facts and the Growth in Earnings Inequality*, in "Review of Radical Political Economics", 31, pp. 54-86.

JANTTI M. et al. (2010), *Trends in Top Income Shares in Finland*, in A. B. Atkinson, Th. Piketty (eds.), *Top Incomes: A Global Perspective*, Oxford University Press, Oxford-New York, pp. 371-447.

JAPPELLI T., PISTAFERRI L. (2010), *Does Consumption Inequality Track Income Inequality in Italy?*, in "Review of Economic Dynamics", 13, pp. 133-53.

KRUGMAN P. (2012), *End This Depression Now*, W. W. Norton & Co., New York.

LANDAIS C., PICKETTY TH., SAEZ E. (2011), *Pour une révolution fiscale*, Seuil, Paris.

MANKIW G. N., WEINZIERL M., YAGAN D. (2009), *Optimal Taxation in Theory and Practice*, in "Journal of Economic Perspectives", 23, 4, pp. 147-74.

MINSKY H. P. (1977), *The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory*, in "Nebraska Journal of Economics and Business", 16, 1, pp. 5-16.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2008), *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, OECD Publishing.

ID. (2011), *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising*, OECD Publishing.

PIKETTY TH. (2011), *On the Long-run Evolution of Inheritance – France 1820-2050*, in "The Quarterly Journal of Economics", 61, 3, pp. 1071-131.

PIKETTY TH., SAEZ E. (2012), *A Theory of Optimal Capital Taxation*, NBER Working Paper, n. 17.989.

REINHART C. M., ROGOFF K. S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

REVELLI M. (2010), *Poveri, noi*, Einaudi, Torino.

ROEMER J. E. (2011), *The Ideological and Political Roots of American Inequality*, GINI Discussion Paper.

ROINE J., WALDENSTRÖM D. (2008), *The Evolution of Top Incomes in an Egalitarian Society: Sweden, 1903-2004*, in "Journal of Public Economics", 92, 1-2, pp. 366-87.

ROINE J., WALDENSTRÖM D., CHESTERS J. (2012), *The World's Billionaires 1987-2011: Lessons from the Global Distribution of Extreme Wealth*, GINI Discussion Paper.

SHAXSON N., CHRISTENSEN J., MATHIASON N. (2012), *Inequality: You Don't Know the Half of It*, in "Tax Justice Network" (www.taxjustice.net).

STEINER PH. (2012), *Le ricchezze oscene*, ETS, Pisa.

STIGLITZ J. E. (2012), *The Price of Inequality*, Norton & Company-Allen Lane, New York-London.