





Dipartimento di Scienze Politiche

CATTEDRA

Politica Economica

Instabilità finanziaria e disparità  
economiche:  
un circolo vizioso?

Alfredo Macchiati

RELATORE

Giorgia Medici

(106342)

CANDIDATA

ANNO ACCADEMICO

2024/2025

## Indice

Introduzione .....	4
Capitolo 1 – Principi teorici e modelli .....	7
1.1 Definizioni fondamentali: cosa si intende per instabilità finanziaria e disparità economica .....	7
1.2 Teorie dell’instabilità: da Minsky alla finanza comportamentale .....	10
1.3 Instabilità oltre Minsky: animal spirits e razionamento del credito .....	13
Capitolo 2 – Disuguaglianza economica: origini, teorie e dinamiche contemporanee .....	16
2.1 Definizioni e misurazione: reddito, ricchezza, consumo e indici .....	16
2.2 Determinanti strutturali: quota salari, potere di mercato e debito delle famiglie.....	28
2.3 Quota salari in calo e domanda a debito: evidenze e implicazioni .....	32
Capitolo 3 – Politiche economiche e finanziarie: spezzare il circolo vizioso .....	35
3.1 La diagnosi della Federal Reserve: disuguaglianza e vulnerabilità finanziarie .....	35
3.2 Strumenti macroeconomici per prevenire l’accumulo di rischi .....	38
3.3 Politiche redistributive e macroeconomiche: spezzare il circolo vizioso .....	42
Conclusione.....	45
Bibliografia.....	47

## Introduzione

Alcune economie si insinuano nel tessuto sociale con un certo riserbo, rivelandosi solo quando la crisi diventa evidente. Un esempio è la distribuzione della ricchezza e la stabilità dei mercati finanziari. Anche se inizialmente si presentano come eventi separati e non connessi, un'analisi più dettagliata mette in luce un legame dannoso e nascosto.<sup>1</sup> La finanza, storicamente considerata il motore della crescita invisibile, è più fragile di quanto si immagini. Allo stesso modo, la disuguaglianza, non riconducibile al semplice divario tra chi possiede e chi non possiede, influenza comportamenti e persino la percezione del rischio e la sua propensione.<sup>2</sup> Da questo intreccio in cui si alimentano instabilità e disuguaglianza, nasce un ciclo vizioso dal quale risulta complicato emanciparsi.

Per decenni, la teoria economica ha mostrato una fiducia dogmatica nelle abilità auto correttive dei mercati. Le recessioni erano viste come temporanee, anomalie da correggere, grazie a forze equilibratrici. Tuttavia, il susseguirsi di eventi storici dirompenti ha progressivamente, in modo inarrestabile, cominciato a intaccare questa narrazione. Hyman Minsky, in particolare, con la sua teoria dell'instabilità finanziaria, ha evidenziato che non è durante le fasi di crisi che il sistema raggiunge la sua massima fragilità, piuttosto nei periodi di tranquillità quando queste vulnerabilità nascoste si accumulano, pronte ad emergere nel momento in cui la fiducia vacilla.<sup>3</sup> Da questa prospettiva, la stabilità non è più considerata come equilibrio, ma piuttosto come prerequisito per una possibile instabilità futura. È una lettura che invita a riflettere su quanto le norme implicite che regolano i mercati siano, in effetti, connesse ai contesti sociali e distributivi che li circondano.

D'altro canto, la narrazione della disuguaglianza è stata frequentemente elaborata attraverso modelli che garantivano una sorta di equilibrio naturale. La rinomata curva di Kuznets ha

---

<sup>1</sup> Mishkin, F. S. (2016), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (11<sup>a</sup> ed.), Pearson; Bank for International Settlements (2017), *Macroprudential frameworks, implementation and relationship with other policies* (BIS Papers n. 94).

<sup>2</sup> Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *American Economic Review*, 71(3), 393–410.

<sup>3</sup> Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press; Minsky, H. P. (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *Levy Economics Institute Working Paper* n. 74.

influenzato il pensiero economico per anni, suggerendo che le disuguaglianze crescono solo nelle fasi iniziali dello sviluppo per poi ridursi in modo naturale.<sup>4</sup>

Le prove empiriche degli ultimi quarant'anni hanno contraddetto questo ottimismo. La concentrazione della ricchezza non si è attenuata, ma anzi rafforzata, anche in economie consolidate e stabili. I lavori di Thomas Piketty, Branko Milanovic e Anthony Atkinson hanno evidenziato che la diminuzione delle disuguaglianze non avviene in modo naturale, ma è frutto di scelte politiche e istituzionali internazionali.<sup>5</sup>

La diminuzione della disuguaglianza di reddito e ricchezza non segue leggi automatiche, ma è il risultato di un complesso equilibrio di politiche fiscali, assetti del mercato del lavoro e normative finanziarie.<sup>6</sup> Esaminando più attentamente l'attuale scenario, si rivelano alcune preoccupanti somiglianze. I salari reali rimangono fermi,<sup>7</sup> le famiglie ricorrono al debito per bilanciare una diminuzione del tenore di vita,<sup>8</sup> si investe in attività sempre più pericolose e l'intermediazione finanziaria sta gradualmente spostandosi verso attività meno regolamentate.<sup>9</sup> In questo scenario, l'acquisizione di debito privato spesso si trasforma in una necessità anziché in un'opzione, uno strumento per sostenere un livello di spesa considerato indispensabile. Ma proprio questa inclinazione a normalizzare il debito rende la vita di milioni di persone estremamente fragile, in grado di frantumarsi alla prima difficoltà. Quando ciò accade, gli effetti non si presentano in modo equilibrato, ma colpiscono più intensamente chi è già in difficoltà, peggiorando ulteriormente le disuguaglianze presenti. La spirale che si sta cercando è abbastanza rappresentativa: disuguaglianza e instabilità non presentano un legame lineare, ma si rafforzano reciprocamente in cicli complessi da spezzare.

---

<sup>4</sup> Kuznets, S. (1955), *Economic Growth and Income Inequality*, American Economic Review, 45(1), 1–28.

<sup>5</sup> Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press; Piketty, T., Saez, E., & Zucman, G. (2018), *Distributional National Accounts: Methods and Estimates for the United States*, Quarterly Journal of Economics, 133(2), 553–609.

<sup>6</sup> Atkinson, A. B. (2015), *Inequality: What Can Be Done?*, Harvard University Press; Milanovic, B. (2019), *Capitalism, Alone: The Future of the System That Rules the World*, Harvard University Press.

<sup>7</sup> Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2014), *The Global Decline of the Labor Share*, Quarterly Journal of Economics, 129(1), 61–103.

<sup>8</sup> Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2016), *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, Economic Policy, 31(85), 107–152.

<sup>9</sup> Gabor, D. (2016), *The (impossible) Repo Trinity: The Political Economy of Repo Markets*, Review of International Political Economy, 23(6), 967–1000; Mian, A., Straub, L., & Sufi, A. (2020), *The Saving Glut of the Rich*, NBER Working Paper n. 26941.

Studi empirici più recenti, come quelli di Nguyen, Onnis e Rossi, evidenziano chiaramente che la diminuzione della quota salariale e l'aumento del debito delle famiglie sono collegate a un incremento delle fragilità sistemiche.<sup>10</sup> La diminuzione del reddito da lavoro, in un contesto sempre più diseguale, costringe le famiglie a dipendere dal credito, ma questa situazione espone l'intero sistema finanziario a nuove forme di instabilità. È un meccanismo che dimostra come le due dimensioni, quella distributiva e quella finanziaria, siano non solo interconnesse ma facciano parte del medesimo processo endogeno.<sup>11</sup>

Questa tesi si propone di esplorare a fondo questo intreccio. Il percorso parte da un'analisi teorica sul tema dell'instabilità e della disuguaglianza, presentando varie definizioni e modelli interpretativi che hanno influenzato la comprensione del concetto. Si continua l'analisi dei processi storici in evoluzione e delle trasformazioni recenti, focalizzandosi sia nell'impatto della disuguaglianza sulla vulnerabilità macro-finanziaria sia sugli effetti delle crisi in termini di redistribuzione. Infine, ci si concentra su un aspetto più politico e normativo, dove la domanda diventa inevitabile: "Quali strumenti possono spezzare il circolo vizioso che lega instabilità e disuguaglianza? E soprattutto, quali politiche possono garantire che la stabilità non sia un lusso per pochi, ma un bene pubblico condiviso?".

Il tema centrale che permea i diversi capitoli non è tanto la scoperta di una legge universale, né tantomeno l'illusione di un modello risolutivo. L'intento è piuttosto quello di fornire una lente interpretativa che ci consenta di riconoscere la complessità di tali fenomeni e il modo in cui si collegano nel tempo. Non si tratta soltanto dell'economia ma anche della politica e della società. La stabilità non è solo un dato tecnico, e la disuguaglianza non è solo una semplice statistica: entrambe rappresentano decisioni collettive, incarnano valori e hanno effetti immediati sulla democrazia. Cogliere il rapporto tra queste due dimensioni vuol dire comprendere molto di più della semplice dinamica dei mercati: comporta riflettere sul futuro della coesione sociale e sulle condizioni necessarie per uno sviluppo che non sia solo crescita, ma anche giustizia ed equilibrio.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Nguyen, H., Onnis, L., & Rossi, R. (2021), *Household Debt, the Labor Share, and Inequality*, SSRN

<sup>11</sup> Kumhof, M., & Rancière, R. (2010), *Inequality, Leverage and Crises*, IMF Working Paper 10/268.

<sup>12</sup> Bank for International Settlements (2017), *Macprudential frameworks... (cit.)*; OECD (2020), *Income Distribution Database (IDD): Data and Methodology*.

## Capitolo 1 – Principi teorici e modelli

### 1.1 Definizioni fondamentali: cosa si intende per instabilità finanziaria e disparità economica

Prima di addentrarci nel rapporto tra crisi finanziarie e disuguaglianze, è fondamentale chiarire, sul piano teorico e empirico, cosa intendiamo davvero per instabilità dei mercati e divari economici. Sebbene entrambe le idee circolino spesso nei discorsi pubblici, in realtà nascondono una rete di sfumature che supera abbondantemente la definizione rapida che un manuale di testo possa offrire. A queste sfumature, si legano anche posizioni ideologiche diverse, poiché ogni approccio invita a scegliere dei significati, angolazioni e strumenti di analisi che non sono affatto neutri.

In termini economici, invece, “instabilità” indica l’emergere di squilibri che minano il corretto funzionamento di mercati del credito e dei prezzi degli attivi<sup>13</sup> con effetti sull’economia reale. Come prima cosa, è essenziale inquadrare il termine instabilità in un determinato contesto storico-economico. Le instabilità finanziarie, nel vero senso del termine, si sono presentate molte volte nel corso della storia, a partire dagli anni Venti e Trenta, quando gli economisti iniziano a discutere per la prima volta di un ciclo di crescita in crisi (instabilità della crescita), fino agli anni duemila. L’idea di instabilità finanziaria ha guadagnato un posto centrale nella discussione pubblica dopo le grandi recessioni del Novecento e del Duemila, dalla Grande Depressione del 1929 alla crisi globale del 2008.<sup>14</sup> Definirla in modo univoco rimane tuttavia difficile, per il semplice fatto che coinvolge una miriade di fattori economici, istituzionali e comportamentali.

In sintesi, un sistema finanziario si considera instabile quando perde la capacità di svolgere i suoi compiti di base e le sue funzioni fondamentali: trasferire risorse tra risparmiatori e investitori, fornire mezzi di pagamento, permettere una gestione del rischio e, alla fine, sostenere la crescita reale dell’economia.

La fiducia rappresenta la “colla invisibile” che unisce i mercati finanziari. A differenza di cose materiali, non può essere creata o condivisa immediatamente: si sviluppa con il tempo ma può anche svanire all’istante. Per questo motivo gli economisti la vedono come un bene pubblico

---

<sup>13</sup> Basel Committee on Banking Supervision (2010), *The transmission channels between the financial and the real sectors*, BCBS WP, n.18, BIS.

<sup>14</sup> BIS (2023), *Annual Economic Report 2023*.

fragile. Quando i risparmiatori mettono in banca i loro soldi, accettano un accordo che non possono controllare del tutto; infatti, si fidano che l'istituzione in questione proteggerà i loro capitali e li renderà disponibili quando richiesti. Se questa fiducia svanisce, può verificarsi una corsa agli sportelli, come evidenziato dal modello classico di *Diamond e Dybvig* (1983).<sup>15</sup> La storia economica ci dà chiari esempi, come il default di *Lehman Brothers* del 15 settembre 2008, percepito come il segnale che nessuna istituzione finanziaria è più al sicuro.<sup>16</sup> Nel giro di poche settimane, il panico ha fatto il giro del mondo, causando una perdita di fiducia tra banche e fondi, con l'effetto che il mercato interbancario è diventato quasi totalmente inattivo. Questo evidenzia come l'instabilità finanziaria non sia causata solo da perdite "oggettive", ma anche dalla caduta delle aspettative comuni. Anche in situazioni più recenti, come il caso della *Silicon Valley Bank* nel 2023, la velocità con la quale i clienti hanno prelevato fondi tramite il *banking online* ha dimostrato quanto la fiducia sia ancora più fragile nell'era digitale. I "bank runs" non si verificano più con code agli sportelli, ma possono essere attivati con un semplice clic, rendendo tutto il sistema ancora più vulnerabile a episodi di panico finanziario collettivo. Per questo, la stabilità finanziaria attualmente è considerata un bene pubblico da tutelare, infatti istituzioni come le banche centrali svolgono il compito di "prestatore di ultima istanza", pronte a garantire liquidità durante le crisi, affinché la fiducia possa essere recuperata.

Il termine instabilità finanziaria viene ormai impiegato quotidianamente in riferimento alla perdita di equilibrio dei circuiti monetari e creditizi, i quali, lentamente o rapidamente, si evolvono verso un nuovo stato, solitamente una situazione di crisi. Ma, ai fini della ricerca, è necessario includere alcune prospettive accademiche di importanti economisti.

Una delle definizioni più conosciute viene da Frederic Mishkin: secondo l'autore, un mercato si considera instabile quando uno *shock* interrompe il passaggio delle informazioni nei mercati finanziari e il sistema perde così la capacità di distribuire le risorse in modo efficiente.<sup>17</sup>

La comunicazione delle informazioni è realmente il centro del problema: una crisi si genera quando l'asimmetria informativa aumenta a tal punto da rendere difficile per i mercati e gli intermediari

---

<sup>15</sup> D. W. Diamond, P. H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, 91(3), 1983.

<sup>16</sup> L. Laeven, F. Valencia, *Systemic Banking Crises Revisited*, IMF Working Paper 18/206, 2018.

<sup>17</sup> F. S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 11<sup>a</sup> ed., Pearson, 2016; Id., *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER WP n. 8087, 2001.

valutare il rischio con precisione. In pratica, prima che la crisi si manifesti, si presenta un'azzardo nella selezione dei progetti, mentre durante e dopo lo *shock*, l'azzardo morale cresce, poiché debitori ed intermediari sono spinti a prendere rischi eccessivi. Questo disequilibrio può manifestarsi e tradursi in bolle speculative, crisi bancarie, crolli del mercato azionario oppure difficoltà di solvibilità, sia nel settore pubblico sia nel privato.

Mishkin discute anche la “struttura” abituale delle crisi, poiché il meccanismo resta sempre simile:

- lo *shock* compromette i bilanci delle famiglie, imprese e istituti di credito; quindi, le garanzie svaniscono e cresce il rischio percepito;
- si intensifica l'asimmetria informativa e di conseguenza, aumentano i problemi di selezione o azzardo;
- le banche e i mercati modificano o aumentano il costo del credito;
- gli investimenti e i consumi crollano, trascinando con loro l'economia reale.

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS), specifica inoltre che l'instabilità si verifica quando gli squilibri finanziari si accumulano fino a un punto critico, provocando una stretta di liquidità e un blocco della fiducia fra gli operatori economici.<sup>18</sup>

La crisi si nutre di sé stessa, finché non vengono attuate politiche in grado di ripristinare la fiducia e il flusso delle informazioni affidabili.

In merito alle strategie, Mishkin sottolinea l'importanza di interventi che servono a ripristinare i flussi informativi: un'attenta sorveglianza e controlli efficaci, adeguati obblighi patrimoniali variabili in base a quello che è il ciclo economico, criteri di trasparenza che permettano il confronto dei bilanci e un prestatore di ultima istanza capace di immettere liquidità e ripristinare la fiducia, senza alimentare comportamenti imprudenti.

L'obiettivo è evidente: fare in modo che i prezzi e i volumi ritornino a riflettere i rischi reali, affinché si possano attuare investimenti produttivi.

Dal punto di vista teorico, uno degli approcci più famosi è quello di Hyman Minsky, che comprende un insieme di idee radicate in un modello di ciclicità: un ciclo per cui gli anni tranquilli alimentano paradossalmente maggiore vulnerabilità a lungo termine.

---

<sup>18</sup> BIS, *Macroprudential frameworks, implementation and relationship with other policies* (BIS Papers n. 94), 2017.

Nella sua ipotesi di instabilità finanziaria endogena, Minsky sostiene che dopo un esponenziale periodo di crescita gli attori, incoraggiati, cominciano ad aumentare il loro livello di debito, spostandosi prima verso una finanza ragionevole, poi verso una finanza speculativa e infine (se il clima rimane stabile) verso una sorta di finanza Ponzi. Questo schema tratta di una truffa finanziaria battezzata con il nome di Charles Ponzi, dove vengono offerti guadagni eclatanti ai primi che investono, sfruttando i soldi di chi investe successivamente, e che a loro volta diventano vittime di questo meccanismo. Appena l'afflusso di nuovi investitori si riduce, quella trama fragile non regge più e la crisi si alimenta da sola. Questo comportamento rende il sistema vulnerabile a *shock*, creando crisi che si auto-alimentano. In questo modo, l'ipotesi minskyana mostra come l'instabilità finanziaria sia un fenomeno endogeno, che nasce dall'interno del sistema stesso e che tende inevitabilmente a riprodursi.

## 1.2 Teorie dell'instabilità: da Minsky alla finanza comportamentale

Nella sfera degli studi economici, la volatilità del sistema finanziario è stata a lungo considerata un evento raro e transitorio, anziché parte integrante del funzionamento dei mercati. Tuttavia, la successione di crisi su larga scala, che spesso emerge in modo imprevedibile e con conseguenze deleterie, ha sottolineato l'esigenza di costruire modelli teorici che, anziché trascurare l'instabilità, la integrino come fulcro dell'analisi economica.

In questa prospettiva, il contributo di Hyman Minsky si è rivelato cruciale.

Egli contesta l'idea che i mercati mirino spontaneamente alla stabilità e riesce a suggerire, invece, una prospettiva in cui l'instabilità scaturisce dal sistema stesso in qualità di esito naturale di decisioni razionali, in un contesto di incertezze e di aspettative perennemente mutevoli.<sup>19</sup>

I mercati finanziari funzionano bene finché la fiducia è alta e tutti gli elementi, come il credito, i valori degli attivi e la liquidità, collaborano tra di loro.

---

<sup>19</sup> H.P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.

Ciò che inizia come un circolo virtuoso: accesso al credito, crescita e fiducia in aumento, può trasformarsi in un circolo vizioso: vendite a prezzi iniqui, abbassamento dei costi, diminuzione delle garanzie e ritiro del nuovo credito.<sup>20</sup>

Il ragionamento di Minsky si colloca nella tradizione post-keynesiana, una corrente, simbolo per la sua aperta opposizione all'alternativa proposta dall'assioma neoclassico di razionalità assoluta e dei mercati in grado di autoregolarsi.<sup>21</sup> Per Minsky, periodi di prosperità economica sostenuta generano ottimismo diffuso tra gli attori di mercato; questo ottimismo incoraggia gli individui ad assumersi maggiori rischi. Tale comportamento non rappresenta una "inquietante anomalia", bensì una condotta assolutamente coerente, poiché si presume di poter beneficiare di resoconti in crescita e della divulgazione di notizie positive.<sup>22</sup>

Il concetto di *Financial Instability Hypothesis* (FIH) descrive questo fenomeno come un ciclo in tre fasi<sup>23</sup>:

1. Nella fase iniziale, si osserva una prudenza finanziaria (*hedge finance*), in cui gli investimenti sono garantiti da flussi di cassa stabili;
2. La seconda fase è caratterizzata da un aumento della leva finanziaria (*speculative finance*), dove è possibile coprire solo gli interessi e non il capitale;
3. Infine, nella terza fase (*Ponzi finance*), nemmeno gli interessi sono sostenuti dai ricavi, e gli agenti sperano in una rivalutazione degli *asset*.<sup>24</sup>

Ad esempio, si pensi a una famiglia che ha un mutuo a tasso variabile che gestisce i pagamenti e gli interessi con il proprio stipendio. Se i tassi di interesse aumentano o il reddito diminuisce, la situazione diventa “speculativa”, dove si riesce a coprire solo gli interessi e viene rimandato il

---

<sup>20</sup> C. P. Kindleberger e R. Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 6ª ed., New York, Palgrave Macmillan, 2011.

<sup>21</sup> J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan, 1936

<sup>22</sup> J. B. De Long, A. Shleifer, L. H. Summers, R. J. Waldmann, *Noise Trader Risk in Financial Markets*, *Journal of Political Economy*, 98(4), 1990, pp. 703–738.

<sup>23</sup> H. P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, 1986; Levy WP n. 74, 1992.

<sup>24</sup> H. P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis*, in *Handbook of Radical Political Economy*, ed. P. Arestis e M. Sawyer, Cheltenham, Edward Elgar, 1993.

pagamento al capitale. Quando questo scenario si ripete in migliaia di casi, l'intero sistema diventa più vulnerabile.

La FIH, però, non afferma che ogni crisi si sviluppa esattamente in queste tre fasi; piuttosto, mette in evidenza una tendenza nei sistemi finanziari: la stabilità porta a una maggiore assunzione di rischi, aumentando così l'esposizione a *shock*. L'elemento chiave è la non linearità: piccole variazioni, come un aumento dell'1% nei tassi o una diminuzione del 5% nei prezzi delle abitazioni, possono avere enormi effetti macroeconomici quando la proporzione di posizioni speculative è alta.<sup>25</sup>

Gli operatori economici non percepiscono questa trasformazione come un pericolo, dato che la stabilità osservata li induce a ignorare la vera entità del rischio. A dire il vero, in numerosi casi, richiamando direttamente Minsky: “la stabilità è destabilizzante”<sup>26</sup> perfino le azioni diventano più rischiose man mano che il sistema sembra sicuro, sino a raggiungere un livello di caos tale da sfociare nel collasso. Il crollo, quando si manifesta, si rivela attraverso un'ondata di disinvestimenti, perdita di credibilità e una crisi di liquidità che si espandono con rapidità, iniziando da una fragilità iniziale circoscritta e trasformandosi in un'occasione di crisi sistemica: il *Lehman moment*. Questo schema interpretativo si è dimostrato particolarmente rilevante in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008; dove le condotte speculative e non trasparenti nel settore dei mutui *subprime*, l'ambiguo ruolo dei derivati e di alcune posizioni che hanno mostrato caratteristiche coerenti con profili speculativi/Ponzi, senza implicare pratiche illecite, rispondono in maniera inconfutabile al modello di Minsky.<sup>27</sup>

Per questa ragione, le sue teorie hanno ricevuto una rinnovata valutazione riscuotendo ampio successo, considerando che in precedenza venivano giudicate secondarie o eccessivamente pessimistiche.

---

<sup>25</sup> R. W. Vishny, A. Shleifer, *The Limits of Arbitrage*, Journal of Finance, 52(1), 1997.

<sup>26</sup> Hyman P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis*, Working Paper. O. 74, The Jerome Levy Economics Institute, 1992.

<sup>27</sup> L. Laeven, F. Valencia, *IMF WP 18/206*, 2018.

### 1.3 Instabilità oltre Minsky: animal spirits e razionamento del credito

Oltre al pensiero di Minsky, altre interpretazioni antagoniste alla visione neoclassica identificano correzione tramite i prezzi. L'economista John Maynard Keynes, pur non elaborando un modello di crisi strutturale alla maniera del suo erede (Minsky), pone le fondamenta per una nuova teoria secondo cui l'incertezza radicale rende l'intero sistema intrinsecamente vulnerabile e precario. Anziché un attore economico razionale, Keynes concepisce economie motivate da "*animal spirits*", arricchendo il quadro teorico di quell'insieme di spinte psicologiche e percezioni soggettive che stimolano all'investimento o al risparmio. Dato che queste sensazioni mutano rapidamente e sfuggono a ogni stima, i mercati ne risentono, manifestandosi volubili e imprevedibili, reagendo a eventi emotivi piuttosto che a calcoli razionali.

Quando la crisi si manifesta, il credito sembra “dissolversi” proprio quando è più richiesto, non per l'insolvenza delle imprese, ma perché le banche, con dati incompleti e capitale ridotto, aumentano il livello di rischio tollerato e si rifiutano di erogare prestiti. Questo atteggiamento, definito dalla teoria come razionamento del credito, chiarisce il motivo per cui le tensioni finanziarie portano rapidamente a recessioni: la mancanza di capitali danneggia gli investimenti e limita il consumo.<sup>28</sup> Il razionamento del credito è associato all'idea di molteplici equilibri: se gli operatori e gli investitori temono che altri possano ritirare in modo cospicuo i loro fondi, la ricerca di liquidità diventa sensata, arrivando a una crisi di fiducia che allontana il credito. È la logica esaminata ufficialmente da *Diamond & Dybvig*<sup>29</sup> nel contesto delle banche: affollando gli sportelli, le persone preservano individualmente i propri risparmi, ma compromettono il valore garantito a tutti. La prevenzione, di conseguenza, richiede due prospettive, una economica che impone alla banca di essere solvibile, e una istituzionale che prevede per esempio la garanzia dei depositi e una banca centrale, che possa erogare liquidità in momenti di crisi.

Anche l'approccio della finanza comportamentale, elevato al centro dell'attenzione da economisti come Robert Shiller, ha giocato un ruolo essenziale. Ha messo in dubbio l'immagine di un mercato

---

<sup>28</sup> J. E. Stiglitz, A. Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *American Economic Review*, 71(3), 1981.

<sup>29</sup> D. W. Diamond, P. H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, 91(3), 1983.

che divulga accuratamente tutte le informazioni, e per estensione, un sistema informativo impeccabile. Shiller non solo illustra, ma prova con dati concreti come le bolle speculative e le crisi nascano da narrazioni condivise, aspettative sproporzionate, un "contagio" emotivo e pregiudizi cognitivi che governano e condizionano le nostre decisioni finanziarie. In modo specifico, sottolinea come l'irrazionale euforia conduca a valutazioni cronicamente sovrastimate, seguite da ribassi altrettanto repentini e inattesi.<sup>30</sup> Le "narrazioni" di successo come profitti rapidi, innovazioni tecnologiche o "questa volta è diverso" incentivano gli acquisti; chi osserva gli altri investitori che prosperano si sente spronato a seguire l'esempio. Ben più che una semplice fantasia condivisa: senza dubbio, una vera e propria manifestazione del fenomeno.

Negli ultimi anni, il termine "finanziarizzazione" ha cominciato a circolare ed attirare l'attenzione tra gli economisti più intransigenti; per molti di loro, però, la parola cattura una verità scomoda.

Tale termine delinea il peso crescente delle dinamiche proprie dei mercati finanziari e in che modo queste stiano modellando anche attività che appaiono lontane dalla finanza in senso stretto, permeando ambiti non prettamente finanziari. Questo fenomeno, di per sé, non ha un valore positivo o negativo, ma solleva domande quando l'espansione del credito e delle attività fittizie comincia a superare l'aumento della produzione e dell'occupazione, e gli eccessi di indebitamento si accumulano, rendendo il sistema vulnerabile.

Daniela Gabor, per esempio, illustra il cambiamento da un modello bancario tradizionale a uno governato dai mercati, identificato da prodotti sofisticati, connessioni di debito e un esteso sistema di *shadow banking*.<sup>31</sup> Questi nuovi attori, che agiscono e operano al di fuori delle classiche regole di controllo, sollevano il sipario sulle operazioni, rendendo il sistema più vulnerabile.

Il punto cruciale è la doppia liquidità: una è la liquidità di mercato, ovvero la possibilità di convertire beni senza farne crollare il prezzo, l'altra è la liquidità di finanziamento, relativa alla capacità di estendere o rifinanziare operazioni con attività collaterali. Quando una delle due vacilla, la seconda tende a seguire lo stesso destino. La debolezza di questa interazione risulta ancora più amplificata nello *shadow banking*: un incremento della domanda di garanzia si traduce in vendite, le vendite provocano nuove diminuzioni di prezzo e le diminuzioni generano ulteriori pressioni e

---

<sup>30</sup> R. J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

<sup>31</sup> D. Gabor, *The (impossible) repo trinity: The political economy of repo markets*, Review of International Political Economy, 23(6), 2016.

nuove richieste di garanzie. Per questo motivo le autorità di supervisione, non si occupano più solo di banche tradizionali, ma hanno ampliato la loro attenzione.

È fondamentale porre l'attenzione sulle teorie della fragilità sistemica, concepite per interpretare e analizzare come un evento anche di lieve entità possa scatenare conseguenze gravi attraverso i canali interconnessi della finanza globale, generando effetti a cascata. Queste analisi, avanzate soprattutto in seguito alla crisi del 2008, mostrano come l'opacità, l'incessante dipendenza reciproca tra le istituzioni finanziarie e l'uso massiccio della leva finanziaria possano scatenare crisi di sistema, perfino quando i primi segnali di *shock* sembrano insignificanti.

Un aspetto spesso sottovalutato dalle teorie classiche riguarda il legame teorico tra instabilità e disuguaglianza. Se l'accesso al credito diventa la soluzione principale per redditi statici, come è avvenuto negli Stati Uniti all'inizio degli anni 2000, i più deboli si indebitano, creando le premesse per una crisi in stile Minskyano. In questa dinamica, anche eventi minimi portano gli individui o le famiglie più vulnerabili ad indebitarsi per mantenere una parvenza di stabilità, per poi dover ricorrere a drastiche riduzioni di spese facendo fronte a debiti e perdita di beni di prima necessità. L'impatto di questa situazione si abbatte in modo squilibrato sulle differenti classi sociali, spingendoli ancor più in basso e allargando la forbice sociale.

Quindi, dopo aver inquadrato a livello teorico le principali concezioni di instabilità finanziaria, occorre entrare nello specifico nel caso della disuguaglianza economica.

Le analisi critiche sull'instabilità forniscono strumenti interpretativi più completi, oltre alla capacità di apprendere come economia e ingiustizia sociale si alimentano vicendevolmente, generando un circolo vizioso. Nei prossimi capitoli, tale complessità verrà analizzata con maggiore profondità attraverso evidenze empiriche recenti e casi specifici.

## Capitolo 2 – Disuguaglianza economica: origini, teorie e dinamiche contemporanee

### 2.1 Definizioni e misurazione: reddito, ricchezza, consumo e indici

Con il termine disuguaglianza economica, si intende la ripartizione ineguale di beni, materiali e immateriali, e di opportunità all'interno di una comunità.<sup>32</sup> Questo squilibrio si può manifestare in molti modi, dalla differenza salariale e ricchezza personale, all'accesso a sanità, servizi pubblici e opportunità educative, senza dimenticare il modo in cui questo meccanismo colpisce le generazioni future.

In altre parole, quando discutiamo di disuguaglianza, non ci soffermiamo solo su “quanto” possiedono gli individui, ma anche su “cosa possono realizzare” con ciò che possiedono. Le risorse finanziarie sono essenziali poiché possono creare o limitare accessi ad opportunità primarie come la salute, l'educazione, l'occupazione ed il coinvolgimento nella vita comunitaria. In ambito letterario, si differenzia tra “disuguaglianza dei risultati” in cui redditi e patrimoni sono sbilanciati e “disuguaglianza delle possibilità” quindi l'impatto delle condizioni iniziali sul futuro degli individui. Questa situazione è particolarmente allarmante poiché si ripete di generazione in generazione, ostacolando quella che è la mobilità sociale.

Per disuguaglianza economica distinguiamo tre dimensioni principali:

- Reddito, come flusso annuale di salari, redditi da lavoro autonomo e capitale;
- Ricchezza/patrimonio, ossia *stock* di attività e passività, incluse casa, risparmi, attività finanziarie ed eredità;
- Consumo, quindi spesa effettiva delle famiglie.

La disuguaglianza patrimoniale tende ad essere più accentuata di quella dei redditi, per via della capitalizzazione composta delle trasmissioni intergenerazionali<sup>33</sup>. Questo è un meccanismo per cui un capitale iniziale produce interessi, e questi interessi a loro volta producono altri interessi negli anni successivi. In altre parole, non si accumulano solo i guadagni sul capitale originario, ma anche quelli generati anno dopo anno.

---

<sup>32</sup> Treccani, *Diseguaglianze e crescita economica*, Agenda – Economia e Innovazione, 15 maggio 2020.

<sup>33</sup> T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2014.

Oltre alla distinzione “verticale”, e quindi tra ricchi e poveri e “orizzontale”, tra gruppi con uguali redditi ma caratteristiche diverse, consideriamo le scansioni spaziali: “entro il paese”, “tra paesi”, e la distribuzione “globale” per individuo.

È fondamentale ricordare che il reddito e il patrimonio sono dimensioni distinte<sup>34</sup>: il reddito è un flusso, come le entrate annuali derivanti dal lavoro o dagli investimenti, mentre la ricchezza è uno *stock*, cioè l’insieme di beni accumulati, come immobili o risparmi. La ricchezza tende ad aumentare grazie agli interessi composti e si trasmette tramite successioni, il che implica che si concentri ulteriormente rispetto ai redditi. Per questa ragione, due aziende che mostrano la stessa disuguaglianza nei guadagni, possono avere profili di potere economico molto diversi, rispetto a come sono ripartiti i beni che possono essere più o meno concentrati.

Per misurare quanto e come una società sia sbilanciata, esistono diversi strumenti di lettura.

La misura più nota è il *Coefficiente di Gini*<sup>35</sup>, messo a punto dallo statista italiano Corrado Gini, che va da 0 (quando ognuno dispone di pari risorse e si verifica un’uguaglianza perfetta) a 1 (quando la distribuzione di risorse tra soggetti è sproporzionata e si verifica una massima disuguaglianza). Il *Coefficiente Gini* è molto utile, ma ha un limite: è meno sensibile quando le differenze coinvolgono soprattutto la porzione di popolazione più ricca.

Per questo gli economisti ricorrono anche ad altri indici.

Ad esempio, l’*Indice Theil*, facente parte delle misure entropiche ed essendo decomponibile, consente di comporre la disuguaglianza e capire quanta parte viene dai divari tra regioni o strati sociali, e quanta dalle differenze all’interno di ciascun gruppo.<sup>36</sup>

Il *Palma ratio*, invece deriva dall’osservazione empirica che, in numerosi paesi, la proporzione di reddito nel ceto medio tende a rimanere invariata: pertanto, mette a confronto direttamente il reddito del 10% più ricco con quello del 40% più povero, evidenziando quanto e dove pesa davvero la differenza della distribuzione.<sup>37</sup>

---

<sup>34</sup> T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2014.

<sup>35</sup> C. Gini, *Variabilità e mutabilità*, in Pizetti & Salvemini (eds.), *Memorie di metodologia statistica*, 1955.

<sup>36</sup> H. Theil, *Economics and Information Theory*, North-Holland, 1967.

<sup>37</sup> J. G. Palma, *Homogeneous middles vs. heterogeneous tails...*, *Development and Change*, 42(1), 2011.

Infine, l'*Indice di Atkinson* aggiunge un parametro etico: misura quanta avversione alla disuguaglianza vige in una società e quindi “converte” i *gap* economici in termini di benessere sociale.<sup>38</sup>

Insomma, ogni indicatore ritrae la disuguaglianza da un punto di vista diverso e la scelta di quale usare può condizionare in modo importante i risultati delle ricerche.<sup>39</sup>

Il dibattito teorico sulla disuguaglianza porta ancora il segno della Curva di Kuznets, disegnata e proposta negli anni Cinquanta dall'omonimo economista. Secondo questa teoria, nelle fasi iniziali di sviluppo economico i redditi si allargano a cuneo, ma poi, grazie alla crescita della classe media e all'intervento dello Stato, la forbice si richiude.<sup>40</sup>

L'ipotesi è affascinante, ma poggia su presupposti storici molto particolari, come l'industrializzazione, l'urbanizzazione e il *welfare state* nel periodo post-bellico.

Perciò attualmente, la curva di Kuznets è considerata un punto di riferimento a livello storico, più che una legge universale.

Ricercatori più recenti, come Thomas Piketty, prendono le distanze da queste teorie e dimostrano che, senza politiche con forti misure di redistribuzione, la disuguaglianza non solo persiste ma tende a salire negli anni, soprattutto in economie a bassa crescita e rendita elevata.<sup>41</sup> La questione, però, non riguarda solo i numeri, ma anche la vita pubblica e il clima sociale che ne consegue.

Joseph Stiglitz sostiene che quando i divari economici diventano eccessivi, l'intero sistema perde efficacia, la domanda complessiva frena, le tensioni sociali si acuiscono e la fiducia nelle istituzioni democratiche vacilla.<sup>42</sup>

---

<sup>38</sup> A. B. Atkinson, *On the Measurement of Inequality*, Journal of Economic Theory, 2(3), 1970.

<sup>39</sup> Anthony B. Atkinson, *On the Measurement of Inequality*, Journal of Economic Theory, 2 (3), 1970, pp. 244–263.

<sup>40</sup> S. Kuznets, *Economic Growth and Income Inequality*, AER, 45(1), 1955.

<sup>41</sup> Piketty, 2014; T. Piketty, E. Saez, G. Zucman, *Distributional National Accounts...*, QJE, 133(2), 2018.

<sup>42</sup> J. E. Stiglitz, *The Price of Inequality*, W. W. Norton, 2012.

In sintesi, comprendere le disuguaglianze economiche implica:

- Definire con precisione ciò che si sta valutando, come entrate, patrimoni o possibilità;
- Stabilire il metodo per eseguire tali valutazioni, adottando parametri e dati comparabili;<sup>43</sup>
- Accettare che i livelli rilevati sono determinati da decisioni politiche e strutture istituzionali, piuttosto che da processi automatici di crescita.

Questo metodo ci permette di studiare con maggiore attenzione il rapporto tra disuguaglianza e instabilità finanziaria.

In questo contesto, è utile distinguere con precisione i canali di collegamento tra finanza e disuguaglianza:

- La fase da crisi finanziaria a disuguaglianza tende ad essere una fase di stress finanziario che comporta la riduzione di occupazione e salari, deprezza gli attivi detenuti dalle famiglie, soprattutto abitazioni e risparmi, tende a restringere il credito, e talvolta, a indurre consolidamento di bilancio; tutti fattori che, in media, fanno salire gli indici distributivi.<sup>44</sup>
- La fase da disuguaglianza a fragilità finanziaria ha inizio dove la quota salari si riduce e una parte più ampia del reddito va ai ceti più alti mentre le famiglie di ceto medio-basse mantengono i consumi ricorrendo di più al debito, quindi, l'eccesso di risparmio ai vertici alimenta la domanda di attività finanziarie e la ricerca di rendimento, rendendo i cicli dei prezzi più marcati.<sup>45</sup>

L'interazione di questi meccanismi spiega perché *shock* su tassi d'interesse o occupazione possano trasformarsi in episodi di instabilità sistemica.

Nella sfera degli studi economici, la volatilità del sistema finanziario ha occupato a lungo un posto marginale, considerato un accadimento insolito, oppure valutato come una deviazione temporanea da un supposto stato di equilibrio a lungo termine.<sup>46</sup>

Tuttavia, le successioni di crisi su larga scala, che spesso emergono in modo imprevedibile e con conseguenze deleterie, hanno sottolineato l'esigenza di costruire modelli teorici che, anziché

---

<sup>43</sup> OECD, Income Distribution Database, 2020; F. Solt, *Measuring Income Inequality... SWIID*, Social Science Quarterly, 101(3), 2020.

<sup>44</sup> L. Laeven, F. Valencia, *IMF WP 18/206*, 2018.

<sup>45</sup> A. Mian, L. Straub, A. Sufi, *The Saving Glut of the Rich*, NBER WP n. 26941, 2020.

<sup>46</sup> BIS, *Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies*, BIS Papers n. 94, 2017.

trascurare l'instabilità, la integrino come fulcro dell'analisi economica.

Il quadro dei meccanismi d'instabilità appena delineato consente ora di chiarire che cosa intendiamo per disuguaglianza, come la misuriamo e quali fattori strutturali la connettono alla fragilità macro-finanziaria.

Simon Kuznets è un economista nato in Bielorussia che, dopo aver raggiunto gli Stati Uniti, si è trasformato rapidamente in un punto di riferimento per chiunque volesse guardare ai fatti e ai numeri della crescita economica. Dopo il dottorato alla Columbia University, passò il suo tempo a insegnare in università prestigiose come Harvard e il MIT, disseminando curiosità e metodo tra le nuove generazioni. Nel 1971 la giuria di Stoccolma premiò il suo lavoro con il Nobel per l'economia, riconoscendo il modo in cui era riuscito a tradurre le fluttuazioni del reddito nazionale sulla corsa dello sviluppo economico.

Apprezzato per due dei suoi contributi metodologici: il quadro della contabilità nazionale moderna, che ha reso il PIL misurabile, e l'utilizzo sistematico di dati fiscali e censuari per indagare “chi ottiene cosa” nella distribuzione socioeconomica della ricchezza. Già nel 1953, in *Shares of Upper Income Groups in Income and Savings*, stava ricostruendo le quote della popolazione più ricca, utilizzando i registri delle imposte sul reddito; un approccio empirico che decenni dopo, avrebbe ispirato il lavoro di Piketty e Saez.

Nel suo noto articolo del 1955 intitolato “Crescita Economica e Disuguaglianza di Reddito”, Simon Kuznets avanzò una teoria che in breve tempo conquistò molti economisti ed acquisì notevole influenza: egli sostenne che, tra il livello di sviluppo di un Paese e la distribuzione del reddito, esiste un legame regolare e che questa relazione prende la forma di una curva a U rovesciata<sup>47</sup>. Nelle fasi iniziali dello sviluppo, durante il passaggio di un'economia agricola ci si trasferisce verso l'industria e la disuguaglianza tende a crescere; infatti, i frutti della crescita si concentrano in ristretti poli urbani e industriali, mentre vaste porzioni della popolazione, perlopiù ancora legate alla terra, restano ai margini del progresso. Col tempo, però, l'espansione dell'istruzione, la

---

<sup>47</sup> Simon Kuznets, *Economic Growth and Income Inequality*, American Economic Review, 45(1), 1955, pp. 1–28.

crescente urbanizzazione, il rafforzamento delle istituzioni e l'intervento diretto dello Stato fanno sì che la disuguaglianza cominci a contrarsi in maniera lenta ma costante.

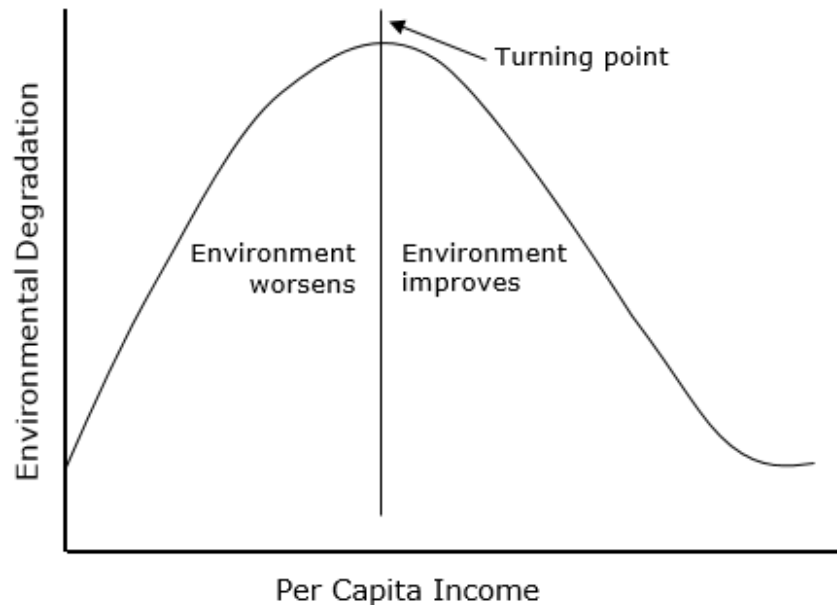


Figura 1, curva di Kuznets, fonte: it.wikipedia.org

Nel grafico, l'asse orizzontale rappresenta il reddito pro capite e quello verticale mostra il livello di disuguaglianza misurato, ad esempio, da un *Coefficiente di Gini*. Come sostenuto dall'ipotesi di Kuznets, si suggerisce che ci sia una fase di sviluppo economico durante la quale la disuguaglianza peggiorerà, ma alla fine migliorerà in una fase successiva di sviluppo più avanzata.

La Curva di Kuznets, benché possieda un'eleganza teorica, ha generato e tuttora suscita numerosi interrogativi. Critici e ricerche successive hanno tentato di analizzare e mettere in discussione i limiti di questa teoria. Una delle problematiche principali è che le informazioni su cui si fonda sono focalizzate su Stati Uniti e Regno Unito, escludendo il resto del globo.

Successivamente, Kuznets tende a confondere due aspetti: l'andamento della disuguaglianza all'interno di un singolo paese nel tempo e il raffronto tra le nazioni in differenti fasi di sviluppo. Un ulteriore limite riguarda la mancanza di un'analisi sul potere politico e istituzionale, e su come

la presenza o meno di un sindacato forte, l'adozione di leggi fiscali o di mercato, possono influenzare il sorgere delle disuguaglianze. Infine, tutto ciò è collegato alla globalizzazione.

Ogni processo a partire dagli anni '70, specialmente negli anni '80, di liberalizzazione dell'integrazione del mercato del lavoro, tende a aumentare i redditi e a rovesciare l'iperbole della disuguaglianza che Kuznets pensava si sarebbe ridotta con uno sviluppo economico più elevato. Tali discordanze hanno spinto numerosi ricercatori ed economisti a studiare più a fondo le origini storiche della distribuzione dei redditi, cercando di formulare modelli più aderenti alla realtà odierna.

Tra le recenti riflessioni sulla disuguaglianza economica, spicca l'analisi dell'economista francese Thomas Piketty, che concentra l'attenzione sulla disuguaglianza come caratteristica intrinseca del capitalismo, offrendo risposte a interrogativi ancora aperti. Nel suo saggio "Il capitale nel XXI secolo" (2013), Piketty sostiene che nel sistema capitalista odierno la disuguaglianza tende ad accentuarsi naturalmente, a meno che non sia lo Stato, con le sue azioni, a intervenire per mitigare gli effetti negativi nella società e nell'economia. Non crede che la disuguaglianza cresca in modo infinito, ma osserva fenomeni che mostrano una certa costanza nel tempo. A sostegno della sua tesi, Piketty si avvale di questa relazione strutturale: quando i rendimenti del capitale ( $r$ ), inteso come interessi, dividendi, affitti e profitti, eccedono il ritmo di crescita economica ( $g$ ), la distanza tra i detentori di ricchezza e coloro che sopravvivono dignitosamente con uno stipendio, si amplia considerevolmente con il tempo. Questo fenomeno si verifica poiché si crea una situazione in cui i patrimoni aumentati si rivalutano più rapidamente rispetto ai redditi da lavoro. Per dimostrare questa condizione, Piketty, insieme ad Emmanuel Saez e Gabriel Zucman, riorganizzano il *World Wealth & Income Database*, una vasta raccolta di dati fiscali di oltre 100 anni, in più di 20 paesi. Con questa base empirica è stato possibile mettere in luce le disuguaglianze e una significativa fase di integrazione delle stesse nel periodo postbellico, per poi andare verso una ripresa negli anni '80, in cui redditi più elevati, si assestano infine su un livello statale che si stabilizza.

Piketty ha sottolineato che molti credevano in una riduzione significativa della disuguaglianza tra il 1914 e il 1970, ma tale fase fu un'anomalia storica, un'eccezione resa possibile da politiche pubbliche eccezionali ed incisive, come i conflitti mondiali a distanza di tempo e la Grande depressione. Il liberismo e la completa privatizzazione si sono affermati dagli anni '80 in poi. Tuttavia, ciò ha comportato un forte centralismo che va in contrasto con la progressività fiscale

statale. La nuova fase di accentrimento del capitale, affermata dagli anni Ottanta a seguito della rimozione del controllo sulla circolazione finanziaria, della deregolamentazione e dell'alleggerimento della pressione fiscale progressiva, riceve un'analisi critica, seppur attenuata, anche nel dibattito economico. Nel suo studio, suggerisce diverse soluzioni che superano la mera tassazione sui redditi, puntando ad una revisione totale del sistema economico verso un'ottica più equa.

La sua idea più nota è quella di un'imposta patrimoniale progressiva. In sintesi, coloro che possiedono grandi ricchezze dovrebbero offrire percentuali maggiori, in relazione al valore dei loro beni. Non è solo una questione di incrementare le entrate statali, ma soprattutto di evitare che immense fortune si concentrino nelle mani di pochi, mettendo a rischio la coesione sociale e la democrazia. Secondo Piketty l'ideale sarebbe implementare questa tassa a livello mondiale, per prevenire la fuga dei capitali verso paradisi fiscali. Inoltre, egli evidenzia l'importanza di una maggiore trasparenza economica e di una sincera collaborazione fiscale globale. Attualmente, una buona parte della ricchezza è nascosta alla tassazione grazie a giurisdizioni *offshore* o attraverso complesse strutture societarie. Solo mediante intese multilaterali che permettano lo scambio automatico di dati tra le nazioni si può affrontare in modo serio la questione dell'evasione e dell'elusione fiscale. Un ulteriore elemento da tenere in considerazione è la gestione delle aziende.

Piketty propone di estendere la cosiddetta codeterminazione, attualmente in vigore in Germania e nei paesi scandinavi, che prevede la partecipazione di rappresentanti dei lavoratori nei consigli di amministrazione. In questo modo le scelte aziendali non sarebbero effettuate esclusivamente per il bene degli azionisti, ma considererebbero anche le esigenze di coloro che partecipano alla creazione di valore con il loro lavoro. Oltre a questi strumenti fiscali e istituzionali, Piketty sottolinea l'importanza di investire nelle opportunità fondamentali. Una società più equa è quella che garantisce a tutti un'educazione gratuita e di alta qualità, l'accesso universale alla sanità, politiche abitative inclusive e il sostegno all'innovazione. Il traguardo finale è quello che Piketty chiama una autentica "democratizzazione economica": un capitalismo meno dominato dai patrimoni ereditari e maggiormente accessibile a tutte le persone, in cui le normative fiscali e istituzionali assicurano un bilanciamento tra capitale e lavoro e promuovono giustizia sociale.

Un altro economista, Branko Milanovic, figura di spicco tra i conoscitori di fama mondiale del tema della disuguaglianza e docente presso la *City University of New York* ha elaborato e aggiornato l'idea originaria di "onde di Kuznets", conferendogli maggiore dinamismo con un'interpretazione più complessa. Osservando il quadro da questo angolo, la disuguaglianza non è più delineabile con una sola forma; infatti, analizzando gli scritti precedenti, Milanovic ripercorre l'evoluzione del pensiero sulla disuguaglianza, mettendo in evidenza come le teorie siano mutate in base alle epoche e alle civiltà. Difatti, egli ritiene che non si possa parlare di 'disuguaglianza' come di un concetto staccato dall'ambiente in cui ci si trova, quindi qualsiasi studio è indissolubilmente connesso a un tempo e a un luogo specifici.

La prima significativa ondata di disuguaglianza abbraccia l'intervallo dalla Rivoluzione Industriale fino alla Seconda guerra mondiale. L'economista osserva che il capitalismo ha trionfato non perché sia l'ideale perfetto, bensì perché riesce a far funzionare bene le cose nella vita di molti: genera ricchezza e concede una buona dose di autonomia personale. Del resto, l'efficacia comporta un prezzo morale che spesso ci porta a valutare il valore di una vita solo su basi materiali. Il capitalismo è instabile e orientato al rischio, ma proprio per questo rimane una creazione umana. Spetta agli individui e alla misura in cui riescono a vederlo per quello che è, decidere se ciò che causa sarà la spinta finale o soltanto un episodio di una storia ancora da scrivere. Milanovic osserva che, a distanza di quarant'anni, ci troviamo immersi in quella che potremmo definire una seconda ondata, scaturita da liberalizzazioni economiche, innovazioni tecnologiche, globalizzazione e dal progressivo smantellamento del *welfare state*.

Egli amplia la riflessione di Kuznets, con uno sguardo più globale. Una delle sue idee più famose è il cosiddetto "*Elephant chart*", un diagramma che copre il periodo dal 1988 al 2008 e mostra come la globalizzazione abbia avuto effetti molto differenti a seconda delle aree del pianeta. Le fasce di reddito medio nei paesi in via di sviluppo hanno sperimentato un significativo incremento dei guadagni, analogamente all'1% più abbiente nel mondo. Al contrario, una porzione rilevante delle classi medie nei paesi sviluppati è rimasta ferma, senza autentici progressi nei loro standard di vita. La figura complessiva assomiglia alla forma di un elefante, da cui prende il nome. Questo diagramma è diventato uno dei simboli più dibattuti per illustrare gli effetti economici e sociali della globalizzazione. Milanovic affronta la questione in modo più ampio nel suo libro "*Capitalism, Alone*". Afferma che attualmente il capitalismo rappresenta l'unico sistema economico prevalente,

ma che ci sono due principali variabili. Il modello “liberale-meritocratico”, comune in Occidente, fondato su meritocrazia e competizione, e il modello “politico”, tipico delle nazioni come la Cina, in cui lo stato è parte integrante nell’economia. Tuttavia, entrambi i sistemi creano disuguaglianze, sebbene per vie distinte. Uno dei concetti fondamentali che Milanovic presenta è quello di “reddito di cittadinanza”. Con questo concetto vuole evidenziare che il luogo di nascita di un individuo gioca un ruolo fondamentale nel condizionare il suo guadagno e le sue possibilità di vita.

Questo evidenzia l’aspetto istituzionale e territoriale della disuguaglianza: non riguarda solo le differenze tra le persone, ma anche significative disparità tra gli stati. Convinto sostenitore di questa analisi, ci mette in guardia, poiché se non si attuano riforme radicali e cambiamenti strutturali riguardanti l’interventismo statale, le politiche protezionistiche e le riforme economiche, le disuguaglianze continueranno a crescere, innescando pericolose tensioni destabilizzanti a livello politico e sociale. Comprendere questo è fondamentale, secondo lo studioso, per affrontare le disuguaglianze economiche nel ventunesimo secolo, poiché permette di riconoscere che le norme globali, le politiche migratorie e la distribuzione del potere internazionale sono tutti aspetti importanti nel problema della disuguaglianza.

Un'altra eminente personalità nel panorama economico-letterario è Anthony Atkinson, un economista britannico, la cui opera è profondamente incentrata sulla giustizia sociale e la progettazione di politiche pubbliche. Atkinson incarna un approccio normativo, dedicandosi principalmente all'analisi delle azioni governative, diventando uno dei primi a sostenere che la disuguaglianza non può essere ridotta a meri numeri, ma deve essere esaminata anche da una prospettiva etica. Nel 1970, ha introdotto quello che è noto come *Indice di Atkinson*, uno strumento che supera il semplice calcolo delle differenze del reddito, considerando quanto una società reputa accettabili o inaccettabili tali disparità. Fondamentalmente l’Indice si fonda sul concetto di un “reddito equivalente distribuito in modo equo”: cioè, il grado di reddito medio che, se distribuito in modo uniforme, assicurerebbe alla comunità lo stesso benessere della distribuzione reale riscontrata. Più è ampia la distanza tra la distribuzione effettiva e quella ideale, maggiore sarà l’avversione sociale alle disuguaglianze. Questa comprensione ha stabilito un collegamento tra economia e filosofia politica, evidenziando che le misure di disuguaglianza non sono mai imparziali: rappresentano sempre una determinata visione di giustizia sociale. Numerosi anni dopo, lo studioso, ha condensato la sua esperienza di ricerca nel suo libro più recente, *"Inequality: What*

*Can Be Done?*", pubblicato nel 2015. Egli sostiene che la disuguaglianza non sia una sorta di destino ineluttabile, da considerarsi una diretta conseguenza del malessere sociale, ma il risultato di precise scelte e politiche governative. Il lavoro di Atkinson si fonda su decenni di ricerca, avviata negli anni '60. Pur proponendo interventi potenzialmente validi in molte nazioni, l'autore concentra la propria attenzione sul Regno Unito, criticando apertamente le scelte dei governi conservatori, laburisti e di coalizione durante l'avvento del neoliberismo. Lo scopo principale è mostrare come ogni riforma pubblica e fiscale abbia influenzato la distribuzione del reddito e della ricchezza.

Per Atkinson, ciò spiega la stabilità dell'uguaglianza nel periodo post-bellico e come, a partire dalle politiche degli anni '80, la situazione sia peggiorata in molte economie sviluppate. Per l'autore, le legislazioni in materia di tassazione, lavoro, educazione e *welfare* sociale determinano e costruiscono i gradini della disuguaglianza all'interno di una società. A differenza di Piketty, Atkinson guarda alla prassi e propone un'agenda attuabile con misure concrete; infatti, auspica un significativo innalzamento del salario minimo e l'adozione di patrimoniali moderate, di sussidi familiari ed il superamento delle regole prevalenti sulla tassazione progressiva, favorendo un equilibrio scomposto nelle politiche sociali. L'economista britannico, con questi obiettivi, sogna un approccio che valorizzi il benessere sociale e promuova una redistribuzione equa delle risorse e opportunità, sottolineando l'importanza delle politiche pubbliche nel ridurre le disuguaglianze. Si potrebbe dire, a questo punto, che il suo approccio si distingue proprio grazie alla sua profondità etica e alla sua attenzione riguardo una coesione democratica decisiva.

Un'altra personalità di spicco è Maurizio Franzini, uno dei principali specialisti italiani nel settore delle disuguaglianze economiche e sociali, che ha dedicato gran parte della sua carriera ad esaminare le ragioni e gli effetti delle disuguaglianze economiche, cercando di unire l'analisi scientifica con il confronto pubblico. Nei suoi testi, come "Ricchi e poveri" (2010) e "Disuguaglianze. Quante sono, come affrontarle" (2018), ha favorito una riflessione significativa nel nostro paese riguardo le diverse forme di disuguaglianza e i loro effetti sulla democrazia e sullo sviluppo economico. Franzini distingue tra due principali categorie di disuguaglianza: quella dei risultati e quella delle opportunità. La prima riguarda i redditi, beni e spese, e può essere in parte accettata se è frutto dell'impegno individuale e del merito. La seconda, al contrario, è molto più complessa, poiché concerne le circostanze iniziali: il nucleo familiare, il livello educativo, lo stato di salute e l'opportunità di trovare un'occupazione dignitosa. Se non vengono affrontate, queste

differenze tendono ad espandersi attraverso generazioni, ostacolando la mobilità sociale e generando una società stagnante, in cui chi nasce in povertà rimane tale e chi nasce in ricchezza mantiene i propri privilegi. Secondo Franzini tale meccanismo non solo compromette l'idea di giustizia sociale, ma ha anche effetti negativi in ambito economico. Una nazione con forti disuguaglianze è meno produttiva poiché disperde talenti: giovani con notevoli potenzialità non ricevono le stesse chance di apprendere o sviluppare le proprie abilità, e ciò ostacola la crescita complessiva della nazione. In altre parole, l'equità e l'efficienza non si escludono a vicenda, ma si accompagnano: una società più equa è anche quella che opera meglio dal punto di vista economico. Nei suoi lavori, egli, evidenzia alcuni dei principali fattori che generano la disuguaglianza nell'attualità. In primo luogo, esiste il mercato del lavoro, che negli ultimi decenni ha registrato una crescente polarizzazione: da un lato, occupazioni ben retribuite per pochi, dall'altro impieghi precari e poco retribuiti per molti. In aggiunta si è verificata una graduale diminuzione del potere negoziale dei lavoratori. In seguito, il sistema fiscale ha visto una diminuzione della sua progressività: le tasse sui redditi elevati e sulle grandi fortune sono calate, mentre il carico fiscale pesa sempre di più sulle fasce medie.

Franzini, infine, evidenzia il significato delle decisioni istituzionali: le politiche *welfare*, le normative di mercato e le privatizzazioni hanno influenzato i rapporti di potere tra capitale e lavoro, spesso a vantaggio dei primi. Ma l'economista non si limita a fornire una diagnosi: propone anche delle soluzioni. Per lui, non è sufficiente intervenire "dopo" che le disuguaglianze sono emerse con semplici trasferimenti di denaro; è essenziale agire "prima", diminuendo le disuguaglianze nelle opportunità. Ciò implica assicurare istituzioni scolastiche di alto livello sin dalla prima infanzia, fornire servizi sociali e sanitari usufruibili da tutti, supportare quelle che sono le famiglie più fragili e rendere il mercato del lavoro più giusto e protetto. In ambito fiscale, richiede di rivedere la progressività e di implementare tasse sulle elevate fortune e sulle successioni. L'intento non è solamente redistributivo, ma anche preventivo. Un altro elemento interessante delle sue indagini è la relazione tra disuguaglianza ed efficienza democratica. Franzini sottolinea che una società divisa non è solo più iniqua e meno efficiente, ma anche più instabile politicamente. L'aggregazione di risorse e potere economico mina la fiducia tra gli individui, promuove le inclinazioni populiste e potrebbe danneggiare le basi della democrazia. Ecco perché la lotta contro le disuguaglianze non è un tema isolato, ma influisce sul futuro del nostro contratto sociale e delle istituzioni democratiche. In conclusione, il contributo di Franzini è essenziale poiché dimostra che la disuguaglianza non è

un fenomeno casuale né inevitabile: è il risultato di scelte a livello istituzionale, politico ed economico, e pertanto è suscettibile a cambiamento. Le sue riflessioni si ricollegano a quelle di Piketty, Atkinson e Milanovic, presentando anche una forte identità italiana ed europea.

## 2.2 Determinanti strutturali: quota salari, potere di mercato e debito delle famiglie

Negli ultimi tempi, l'attenzione verso la disuguaglianza è cresciuta anche per il suo nesso con la fragilità macro-finanziaria. In questa sede utilizziamo, come base di partenza, un contributo sull'SSRN<sup>48</sup> (*Social Science Research Network*), in cui viene posta molta attenzione sulla disuguaglianza per spiegare le fragilità economiche di un paese. Questo ha permesso che il tema in questione conquistasse grande rilevanza: la separazione tra i problemi macroeconomici e le disuguaglianze, tipica della tradizione dei modelli macroeconomici di un tempo, oggi sembra un po' superata; grazie alle nuove evidenze empiriche che sono riuscite a dimostrare come la disuguaglianza, la concentrazione di reddito e il benessere di una nazione influenzano in modo impattante gli equilibri sotto il profilo macrofinanziario. Sebbene ci stiamo ancora muovendo in un campo scarsamente esplorato in Italia e nel resto del Mondo, si esprimono in questo contesto economisti assai noti come Nguyen, Onnis e Rossi, con il loro studio pubblicato sulla piattaforma SSRN (2021)<sup>49</sup>, dove provano a formulare una ricca cornice e giustificazione riguardo la disuguaglianza, ancorata teoricamente e quantitativamente a eventi politici.

Questa analisi viene fornita dal lavoro intitolato “*Household Debt, the Labor Share, and Inequality*”,<sup>50</sup> dove vengono analizzati dati in modo dettagliato, relativi ad una linea temporale che comprende un periodo a partire dal 1960 sino al 2019, analizzando 23 paesi OCSE.<sup>51</sup> L'intento principale è quello di considerare gli effetti instabili delle politiche monetarie e chiarire come la diminuzione della quota dei redditi di lavoro (*labor share*), congiunta con l'aumento dell'indebitamento delle famiglie, contribuisca all'instabilità e a dare il via a crisi finanziarie.

---

<sup>48</sup> Nguyen, Onnis & Rossi (2021).

<sup>49</sup> H. Nguyen – L. Onnis – R. Rossi, *Household Debt, the Labor Share, and Inequality*, SSRN, 2021.

<sup>50</sup> *Ibidem*.

<sup>51</sup> *Ibidem*.

Il contributo utilizzato realizza un vasto confronto globale che include 128 nazioni, analizzando anche i vari tipi di crisi: bancarie, valutarie, di debito e le tradizionali combinazioni “gemelle” e “triple”. La questione è: qual è l’effetto della crisi sull’ineguaglianza dei redditi? La risposta è che ogni categoria di crisi è, in media, legata a un incremento del *Coefficiente Gini*, e di conseguenza a una distribuzione del reddito più ineguale.<sup>52</sup> In effetti, l’intensità di questo effetto presenta variazioni: le crisi di debito e quelle multiple evidenziano un aumento più significativo del *Coefficiente di Gini*, mentre per le crisi bancarie la risposta è meno ampia.

I casi di crisi di debito e le crisi gemelle o triple infliggono un impatto maggiore poiché le azioni correttive che i governi sono costretti a fare, tendono a influenzare in modo sproporzionato i redditi più deboli.<sup>53</sup> Quando una nazione è costretta a rivedere il debito pubblico, le misure di austerità risultano spesso in forti tagli alla spesa sociale e in incrementi delle tasse. Ne consegue una riduzione dei trasferimenti e un indebolimento dei servizi fondamentali, risorse che normalmente offrono una certa forma di tutela ai più indigenti e ai ceti medi. Nelle crisi che mostrano *shock* gemelle o addirittura triple, i canali di trasmissione negativi si sommano e si potenziano reciprocamente. La restrizione del credito da parte delle banche riduce il capitale operativo per le famiglie e le aziende; la svalutazione della moneta causa un incremento dei costi per i beni importanti, impattando sui consumi giornalieri; infine, la compressione dello spazio di bilancio per interventi di supporto ci priva di mezzi redistributivi e di assistenza. Pertanto, l’incremento della disuguaglianza si dimostra sia maggiore che persistente nel lungo periodo, generando ferite che rimarranno anche quando le politiche correttive inizieranno a dare qualche segno di ripresa dell’economia.

Il perché in media, le crisi bancarie sembrano “toccare” di meno il *Gini*, non è a causa di una diminuzione del male. Bensì diversamente da quanto accade nelle crisi di debito, gli Stati possono allargare più facilmente gli ammortizzatori sociali o intervenire sul sistema creditizio per frenare il colpo, riducendo l’effetto immediato sui redditi più bassi.

---

<sup>52</sup> Laeven–Valencia, *IMF WP 18/206*, 2018.

<sup>53</sup> *Ibidem*.

Gli autori rilevano che l'aumento della disuguaglianza non svanisce in fretta: guardando cicli pluriennali, l'impronta resta a lungo, in particolare dopo crisi gemelle, e la distribuzione rimane legata alla percezione della loro importanza.

La ricerca propone un nuovo modello teorico per constatare gli effetti della disuguaglianza e comprendere come avvenga uno sbilanciamento all'interno del sistema economico. In particolare, ci suggerisce come la diminuzione della quota di lavoro (*labor share*) e la diminuzione dell'occupazione per quanto riguarda la distribuzione del PIL destinata ai redditi da lavoro, crei questo squilibrio.

In altre parole, gli autori analizzano la serie storica di ogni paese anno per anno e verificano se, dopo una crisi, la disuguaglianza aumenta maggiormente rispetto a quanto la sua inerzia naturale indicherebbe. Un modello dinamico permette di distinguere ciò che si sviluppa gradualmente (istituzioni, mercati e sistemi produttivi) dall'effetto immediato e specifico per la crisi. Per effettuare questa comparazione senza ambiguità, ogni economia è oggi messa a confronto con sé stessa in periodi differenti piuttosto che con altre economie, e i dati vengono rimossi da variabili che potrebbero alterare i risultati: liberalizzazioni commerciali, *deficit* di bilancio, reddito *pro capite*, qualità delle istituzioni democratiche, livelli educativi e dimensione demografica.

Pertanto, se il *Gini* durante una crisi oltrepassa il valore di stabilizzazione consueto, possiamo attribuire questo aumento a una causa legata alla crisi e non a fattori strutturali.

Gli autori esaminano ogni nazione anno per anno e si chiedono: “Dopo una crisi, la disuguaglianza è aumentata più rispetto al normale?”. Per giungere ad una risposta accurata, si eseguono tre passaggi:

- Viene confrontato il paese con il proprio passato. La disuguaglianza non si trasforma all'improvviso: se ieri il Coefficiente del valore *Gini* era 35, ad oggi sarà sicuramente intorno a 35. Inserire la “disuguaglianza di ieri” nel modello contribuisce a non confondere questa inerzia con l'impatto della crisi.
- Oltre alla crisi, vengono eliminati i dati da ulteriori fattori che potrebbero generare confusione. Sono presi in considerazione fattori quali l'apertura commerciale, il reddito

medio, la spesa pubblica, la democrazia, l'istruzione, la popolazione e altro, affinché l'effetto residuale sia effettivamente associato alla crisi e non ad eventi concomitanti.

- Viene attuata una strategia che capitalizza sulla “memoria” delle informazioni. Si chiama System-GMM:<sup>54</sup> in sostanza, il modello sfrutta i valori precedenti delle stesse variabili come strumenti per distinguere meglio tra causa ed effetto. Per non rendere tutto più complesso con eccessivi strumenti (che comprometterebbero l'affidabilità dei test), li semplificano e si focalizzano in modo particolare sulla disparità dell'anno precedente.

In questo studio, inoltre, sono presenti tre “spie” di sicurezza che assicurano un procedimento regolare:

- *Test di Hansen*: controlla se gli strumenti impiegati sono attendibili;
- *Difference-in-Hansen*: effettua la medesima verifica su particolari componenti dei set di strumenti;
- *Arellano-bond AR (2)*: verifica che non vi siano “memorie distorte” negli errori del modello. Se non ci sono, il modello è coerente con i risultati.

In questo caso, se tutte le spie sono verdi, i test non rilevano problemi; quindi, i risultati sono robusti per la tipologia di analisi effettuata.

Un esempio concreto si può fare immaginando il paese A nel 2009 che si trova ad affrontare una crisi. Il modello esamina se, nel 2010, la disuguaglianza è cresciuta oltre la norma, tenendo conto della condizione del 2008-2009 e controllando altri elementi (come la spesa). Se ciò si verifica in numerosi paesi e in vari anni, allora non è semplicemente un caso: in generale, la crisi tende a incrementare la disuguaglianza.<sup>55</sup>

Questo fenomeno non solo mette in luce una disuguaglianza crescente, ma si traduce, sul lato della domanda, in un taglio del reddito da lavoro e quindi in uno *shock* negativo alla spesa delle famiglie. Nel breve periodo l'espansione del credito può attenuare la caduta dei consumi; nel medio-lungo periodo, però, l'aumento del rapporto debito/reddito accresce la vulnerabilità a *shock* di tasso o di

---

<sup>54</sup> D. Roodman, *A Note on the Theme of Too Many Instruments*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 71(1), 2009.

<sup>55</sup> Nguyen, Onnis & Rossi (2021).

occupazione. Per gli autori, questo squilibrio viene temporaneamente “nascosto” dall’aumento di credito privato verso le famiglie, capace di mantenere il consumo stabile anche durante la stagnazione salariale. Tuttavia, questo aggiustamento sembra soltanto un'illusione: nel lungo periodo, l’aumento del rapporto tra debito e reddito (*debt-to-income ratio*) fa aumentare la vulnerabilità delle famiglie di fronte a *shock* esterni, creando dinamiche che portano a momenti di crisi.<sup>56</sup> Tramite questa spiegazione e con questo modello, viene valutato quanto, in media, le crisi contribuiscono ad aumentare la disuguaglianza; inoltre, si critica l’approccio neoclassico che interpreta la distribuzione del reddito come una cosa neutrale e suggerisce invece una visione endogena della disuguaglianza, in cui l’instabilità scaturisce dal tipo di distribuzione della ricchezza.

### 2.3 Quota salari in calo e domanda a debito: evidenze e implicazioni

Il *labor share* è un elemento chiave nei modelli economici.<sup>57</sup> Nel corso degli anni è calata significativamente in quasi tutti i paesi OCSE, però ciò dipende da diversi fattori, come per esempio la liberalizzazione dei mercati, il declino della sindacalizzazione, la tecnologia che ha sostituito il lavoro ed un maggiore potere contrattuale del capitale. Questa trasformazione ha portato a due effetti principali.<sup>58</sup>

In primo luogo, ha ridotto la domanda aggregata autonoma e ha evidenziato come questa venga sempre più usata per mantenere apparenti gli stili di vita elevati, le famiglie a reddito medio-basso hanno una propensione marginale al consumo più elevata rispetto ai redditi alti, mentre i redditi alti risparmiano una quota maggiore del proprio reddito. Perciò, a parità di reddito, la riduzione della *labor share* deprime la domanda più di quanto non farebbe un taglio della quota profitti, e la compensazione tramite credito tende ad aumentare il rischio finanziario delle famiglie. Infatti, i

---

<sup>56</sup> A. Mian – L. Straub – A. Sufi, *The Saving Glut of the Rich*, NBER Working Paper No. 26941, 2020.

<sup>57</sup> Loukas Karabarbounis, Brent Neiman, *The Global Decline of the Labor Share*, *Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 2014, pp. 61–103.

<sup>58</sup> L. Karabarbounis, B. Neiman, *The Global Decline of the Labor Share*, *QJE*, 129(1), 2014.

dati mostrano che nei paesi dove la *labor share* è diminuita, il debito delle famiglie è aumentato tendenzialmente, poiché spesso si cerca di andare oltre le proprie possibilità.<sup>59</sup>

Il risultato è che il prodotto interno lordo accenna ad un vero e proprio circolo vizioso: diminuzione del lavoro → aumento di debito → esposizione al rischio → instabilità sistemica.<sup>60</sup> Questa dinamica sfida l'idea di Kuznets, secondo cui le disuguaglianze si riducono automaticamente nei livelli avanzati di sviluppo; al contrario, dimostra come l'accumulo di debito sia una risposta regressiva ad una crisi redistributiva, creando disuguaglianza.

Un altro aspetto cruciale dell'indagine si concentra sul ruolo del debito privato. Gli studiosi forniscono prove empiriche solide e dati concreti, che dimostrano come l'aumento del credito alle famiglie abbia agito come un fattore di compensazione durante i periodi di stagnazione dei livelli di reddito reale.<sup>61</sup> Questo ha consentito un'importante crescita dei consumi durante il periodo pre-crisi del 2008, a cui è seguito un marcato incremento della fragilità, dove milioni di famiglie, in particolare nei paesi anglosassoni, sono diventate sovraindebitate e incapaci di far fronte a pagamenti.<sup>62</sup> La ricerca chiarisce che, contrariamente a quanto sostenuto da alcuni approcci tradizionali, non ci sono prove che dimostrino come l'aumento del debito stesse sostenendo investimenti produttivi e consentendo una sana accumulazione di capitale.<sup>63</sup> Al contrario, si può constatare come il debito sia stato impiegato soprattutto per finanziare prestiti speculativi nel mercato immobiliare, determinando un'inflazione vertiginosa con l'aumento dei prezzi degli *asset*, con un conseguente peggioramento della disuguaglianza di ricchezza patrimoniale.<sup>64</sup>

Quest'analisi porta a conclusioni assai rilevanti sul tema di ricerca affrontato. Secondo gli studiosi, le politiche macroeconomiche dovrebbero includere le dinamiche di distribuzione come componente essenziale per il mantenimento della stabilità economica.<sup>65</sup> Per raggiungere questo scopo, emergono numerose proposte: l'aggiornamento e la revisione delle politiche del lavoro a

---

<sup>59</sup> Committee on the Global Financial System (CGFS), *Private Sector Debt and Financial Stability*, CGFS Papers n. 67, Bank for International Settlements, 2022.

<sup>60</sup> Karabarbounis & Neiman (2014); CGFS (2022); Nguyen, Onnis & Rossi (2021).

<sup>61</sup> Jordà-Schularick-Taylor, 2016.

<sup>62</sup> Ò. Jordà – M. Schularick – A. M. Taylor, *The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles*, "Economic Policy", 31(85), 2016, pp. 107–152.

<sup>63</sup> M. Kumhof – R. Ranciè, *Inequality, Leverage and Crises*, IMF Working Paper No. 10/268, 2010.

<sup>64</sup> Ò. Jordà, M. Schularick, A. M. Taylor, *The Great Mortgaging*, *Economic Policy*, 31(85), 2016.

<sup>65</sup> M. Franzini, *Ricchi e poveri. L'Italia e le disuguaglianze (inaccettabili)*, Laterza, 2013.

livello internazionale, enfatizzando il rafforzamento del salario minimo e la tutela dei lavoratori a basso reddito; politiche più rigide che governano il credito al consumo e il settore finanziario; misure redistributive più dinamiche per contrastare la polarizzazione del reddito.<sup>66</sup> Il nocciolo della questione è che la stabilità macroeconomica necessita di una equa ripartizione e non è sufficiente incrementare la domanda aggregata tramite politiche espansive, quando i benefici della crescita si concentrano e sono accessibili esclusivamente dai lavoratori con redditi elevati.

---

<sup>66</sup> J. E. Stiglitz, *The Price of Inequality*, 2012.

## Capitolo 3 – Politiche economiche e finanziarie: spezzare il circolo vizioso

### 3.1 La diagnosi della Federal Reserve: disuguaglianza e vulnerabilità finanziarie

Siamo nella situazione di affrontare la chiara analisi delle connessioni tra disuguaglianza e instabilità finanziaria. Il primo passo consiste nel capire cosa rappresenti la *Federal Reserve*, come misura questi eventi e cosa intende chiarire nella sua indagine nel 2024.<sup>67</sup>

La FED (*Federal Reserve*) è la banca centrale americana.<sup>68</sup> È un ente pubblico istituito nel 1913 con l'obiettivo di assicurare e stabilizzare il sistema finanziario degli Stati Uniti, che fino a quel momento era esposto a crisi bancarie gravi e ricorrenti.<sup>69</sup> Attualmente la FED svolge tre funzioni fondamentali:

- Sviluppo e realizzazione della politica monetaria:<sup>70</sup> regola il tasso dell'inflazione e cerca di incentivare l'occupazione limitando la quantità di denaro disponibile o prestato, e in tempi di recessione, accresce il tasso di denaro in circolazione.
- Controllo e normazione:<sup>71</sup> assicura la sicurezza, la stabilità e la chiarezza nel funzionamento delle banche e delle istituzioni finanziarie.
- Stabilità finanziaria:<sup>72</sup> osserva l'intero sistema e cerca di limitare al massimo l'esposizione ai rischi potenziali dall'intero sistema economico.

La *Federal Reserve* non è soltanto la banca centrale della nazione più grande del pianeta; è inoltre una significativa istituzione nella ricerca e nell'analisi economica a livello globale. Le sue pubblicazioni, come i *FEDS Notes*, non possiedono alcun valore politico ufficiale, ma sono utili per evidenziare questioni emergenti e dirigere il dibattito sulla formulazione di politiche pubbliche.<sup>73</sup> La disuguaglianza economica non è solo questione di avere nel sistema individui

---

<sup>67</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Fed Explained: What the Central Bank Does*, 11<sup>a</sup> ed. (Washington, DC: Board of Governors, 2025).

<sup>68</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System: Purposes & Functions*, 10a ed. (Washington, D.C.: Board of Governors, 2016).

<sup>69</sup> Board of Governors, *Purposes & Functions*, 2016.

<sup>70</sup> Board of Governors, *The Fed Explained*, 2025.

<sup>71</sup> Board of Governors, *Purposes & Functions*, 2016.

<sup>72</sup> Board of Governors, *The Fed Explained*, 2025.

<sup>73</sup> *Ibidem*.

benestanti e altri in difficoltà, ma di come ci sia una distribuzione iniqua di reddito e patrimonio tra la popolazione. Come già citato, un indicatore comunemente usato è la percentuale di reddito posseduta dell'1% della popolazione, cioè l'1% più ricco.<sup>74</sup> Negli Stati Uniti, questa cifra è aumentata di due volte negli ultimi 50 anni: se negli anni '60 il top 1% percepiva all'incirca il 10% del reddito nazionale, oggi si avvicina al 20%. In altri termini, una porzione sempre più ampia della “torta” è in possesso di pochi, mentre il resto della popolazione deve accontentarsi di fette sempre più ridotte.<sup>75</sup> Questa trasformazione non riguarda solo questioni etiche o sociali: ha anche effetti economici concreti, poiché incide sui comportamenti di chi possiede molto e di chi ha poco.

La ricerca della FED del 2024 ci fornisce un'osservazione interessante: quando cresce la disuguaglianza non parliamo solo di un problema sociale, ma anche un fattore che ha ripercussioni dirette e tangibili sulla stabilità finanziaria del sistema. Gli economisti della FED hanno analizzato più di 50 anni di dati statunitensi (dal 1964 al 2019) e hanno confrontato l'andamento della disuguaglianza con diversi indicatori di vulnerabilità economica. Il risultato è che quando aumenta la disuguaglianza, l'anno seguente si osservano quattro forme di vulnerabilità:<sup>76</sup>

- Leva delle famiglie: la leva (*leverage*), indica l'impiego del debito per sostenere costi o investimenti.

Immaginiamo una famiglia che percepisce 30.000 dollari annuali e ha debiti pari a 60.000: in questa situazione, la sua leva è elevata. È sufficiente un piccolo imprevisto, come una crescita dei tassi d'interesse o un costo imprevisto, per ritrovarsi in difficoltà. Al contrario, se la stessa famiglia ha debiti di soli 10.000 dollari, la situazione è molto più sicura. La FED sottolinea che con l'aumento della disuguaglianza, l'indebitamento delle famiglie tende a salire: i redditi fermi spingono molte persone a contrarre debiti, in particolare per comprare un'abitazione.

- Debito delle imprese sui mercati: le aziende si finanziano attraverso prestiti dalle banche o tramite l'emissione di obbligazioni, che sono titoli di debito offerti agli investitori. Quando la disuguaglianza cresce, le imprese solitamente si affidano maggiormente a questo genere di debito di mercato. In condizioni normali, questo metodo è efficace, ma se i consumi

---

<sup>74</sup> Piketty, Saez e Zucman, *Distributional National Accounts*, 2018.

<sup>76</sup> Isojärvi e Jerow, *Inequality and Financial Sector Vulnerabilities*, FEDS Notes (Board of Governors of the Federal Reserve System), 19 aprile 2024.

diminuiscono o i tassi di interesse salgono, le aziende fortemente indebitate possono diventare fragili e rischiare il fallimento.

- Crescita della finanza non-bancaria: l'espansione della finanza non-bancaria include tutte le operazioni che non coinvolgono banche, quindi fondi comuni, polizze vita, fondi di investimento, e strumenti di credito. Questi strumenti sono essenziali poiché amministrano grandi flussi di denaro, ma non devono seguire le stesse regole delle banche. La FED ha notato che quando la disuguaglianza cresce, aumenta anche il ruolo del *non-bank*: i più ricchi tendono a cercare rendimenti superiori e investono di più in queste scelte.
- Dipendenza da finanziamenti a breve: numerosi intermediari ottengono fondi a brevissima scadenza (prestiti rinnovati quotidianamente o settimanalmente) per investire in attività a lungo termine. È come se ogni settimana venissero chiesti in prestito dei soldi da una persona A ad una persona B per acquistare una casa che prevede di rivendere tra dieci anni: qualora la persona B smettesse di finanziare il progetto, la persona A sarebbe costretta a vendere in fretta, sicuramente ad un prezzo più basso. Questo genere di finanziamento tende ad aumentare con la disuguaglianza e accresce il rischio di crisi inaspettate.

La FED offre dati e statistiche, ma per comprendere il funzionamento reale di questi meccanismi, è utile esaminare la ricostruzione di Bruegel. Prima della crisi del 2008, negli Stati Uniti, i guadagni della maggior parte della popolazione erano stagnanti. Per continuare a sostenere il loro consumo e comprare un'abitazione, milioni di famiglie hanno cominciato ad utilizzare di più il credito. Le banche hanno favorito questo processo, erogando prestiti anche a chi non possedeva una elevata capacità di restituzione (i famosi mutui *subprime*). Fintanto che i costi delle abitazioni continuavano a crescere, tutto pareva gestibile: se non si riusciva a far fronte al mutuo, si poteva sempre rivendere la casa ad un prezzo maggiore e saldare il debito. Ma quando i prezzi hanno iniziato a diminuire, la bolla è scoppiata, poiché milioni di famiglie non sono riuscite a pagare i mutui, i titoli connessi a quei mutui hanno perso valore e l'intero sistema finanziario è stato colpito.<sup>77</sup> Bruegel ci fa riflettere su un aspetto politico importante: nella crisi del 2008, molti riscontrarono che le banche furono le prime ad essere salvate, mentre le famiglie ottennero sostegni

---

<sup>77</sup> Jérémie Cohen-Setton, *Inequality and the Crisis*, Bruegel Blog, 11 marzo 2011.

molto dopo e in quantità minore. Questo ha eroso la fiducia nelle istituzioni e ha complicato il supporto a nuove politiche di intervento.

Unendo *FEDS Note* e il racconto di Bruegel, si evidenzia un messaggio netto: la disuguaglianza non è semplicemente un problema sociale, ma un fattore che influisce sulla vulnerabilità finanziaria. Quando la disuguaglianza cresce, i pericoli si concentrano in aree chiave: famiglie sempre più cariche di debiti, imprese più a rischio, un incremento delle istituzioni non-bancarie e una maggiore dipendenza da prestiti a breve termine. Se non si prende iniziativa, anche un piccolo imprevisto può convertire questa vulnerabilità in una crisi definita.<sup>78</sup>

Questa valutazione costituisce il punto di avvio per elaborare politiche efficaci: non si tratta solamente di diminuire la disuguaglianza in generale, ma di agire nei luoghi in cui i rischi si accumulano.

### 3.2 Strumenti macroeconomici per prevenire l'accumulo di rischi

Se la disuguaglianza stimola la vulnerabilità economica, la soluzione ragionevole è sviluppare strumenti che evitino l'aumento eccessivo dei rischi prima che sia troppo tardi. In ambito economico, questa logica è definita politica macroprudenziale: un insieme di norme che non si focalizzano sul singolo cliente o sulla singola banca, ma sul funzionamento complessivo del sistema, mirando a renderlo più stabile.<sup>79</sup> Le politiche macroprudenziali hanno uno scopo preciso: evitare l'accumulo di leve inadeguate e assicurare che il sistema finanziario sia in grado di sostenere gli *shock*. Si tratta di amministrare credito o i mercati affinché non si trasformino in bombe ad orologeria.

Dunque, analizziamo, passo dopo passo, quali strumenti servono ed il motivo:

---

<sup>78</sup> Isojärvi e Jerow, *Inequality and Financial Sector Vulnerabilities*, 2024; Cohen-Setton, *Inequality and the Crisis*, 2011.

<sup>79</sup> European Systemic Risk Board (ESRB), *Recommendation on Intermediate Objectives and Instruments of Macroprudential Policy* (ESRB/2013/1), 2013.

- Famiglie: rendere i mutui più sicuri (LTV, DTI, DSTI).

Uno dei principali problemi segnalati dalla FED è l'indebitamento delle famiglie. Quando i salari non crescono ma il costo degli immobili aumenta, numerose famiglie si trovano a fronteggiare debiti insostenibili. Per evitare questa circostanza, esistono alcuni limiti semplici ma estremamente efficaci: LTV (*loan-to-value*) che indica la proporzione tra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile. Se una persona compra un immobile dal valore di 200.000 euro e la banca finanzia l'operazione con 180.000 euro, il valore LTV risulta essere del 90%. Se invece la banca finanziasse l'operazione con 140.000 euro, l'LTV diminuisce al 70%, rendendo la situazione più sicura per il soggetto in questione. Fissare un limite, come l'80%, implica che chi compra un'abitazione deve impegnare almeno il 20% del proprio capitale: ciò diminuisce il rischio di *default* e tutela anche l'istituto di credito. Il DTI (rapporto debito/reddito) è proporzionale fra il debito complessivo e il reddito annuale. Una famiglia con un reddito di 40.000 euro e debiti di 80.000 euro ha un DTI del 200%, diventato automaticamente a rischio di insolvenza. Il DSTI (rapporto tra debito e reddito) indica il peso delle rate mensili rispetto al reddito mensile. Se uno stipendio è di 2.000 euro mensili e la rata di mutuo è di 1.000 euro, metà dei guadagni è spesa, automaticamente si avranno poche risorse per gestire eventuali imprevisti.

Questi indicatori sono strumenti di "buon senso" che i regolatori possono rendere imperativi. In vari stati europei, sono già attivi e hanno mostrato la loro efficacia: quando vengono implementati con estrema attenzione e in modo proattivo durante i periodi di espansione, riescono ad evitare l'accumulo di prestiti eccessivamente rischiosi.<sup>80</sup> La lezione è evidente: maggiore è la disuguaglianza che costringe le famiglie a cercare prestiti, maggiore è l'esigenza di avere norme che assicurino mutui sostenibili. Non è questione di escludere le famiglie a basso reddito, bensì di tutelarle da debiti che potrebbero risultare insostenibili.

- Imprese: stress test più realistici e cuscinetti di sicurezza.

---

<sup>80</sup> European Central Bank (ECB), *Evolution of Mortgage Lending Standards at the Turn of the Cycle*, Macprudential Bulletin 22 (luglio 2023); Eliana Durante, Michal Rusnák e Emanuel Tereanu, *A Decade of Borrower-Based Measures in the Banking Union*, ECB Macprudential Bulletin 29 (25 giugno 2025).

La FED ha sottolineato che, con l'incremento della disuguaglianza, aumenta anche il debito delle imprese nei mercati. In sostanza, le aziende si finanziano sempre di più tramite l'emissione di *bond*. Questo non rappresenta un problema in sé, ma diventa serio se i consumi cominciano a diminuire: le aziende con elevato indebitamento, prive di ricavi adeguati, possono andare in *default*.

Per affrontare tale situazione, sono necessari due strumenti:

1. Test di stress più realistici, quindi simulazioni che si chiedono: “Quali sarebbero le conseguenze se i redditi delle famiglie a medio-basso livello calassero del 10% e i consumi ne risentissero?”. Questo è utile per comprendere come le aziende e le banche potrebbero far fronte a uno *shock* distributivo, oltre che a uno *shock* macroeconomico generico.
2. Riserva di capitale specifica, dove gli intermediari con una forte esposizione a aziende con elevati livelli di debito dovrebbero detenere maggiori riserve di capitale. In parole semplici, se si verificano perdite, sono dotate di una protezione aggiuntiva. In questo modo si previene l'effetto “leva sulla leva” che trasforma le difficoltà delle famiglie in crisi aziendali e, successivamente, in crisi bancarie.<sup>81</sup>

- *Non-bank* e corse alla liquidità: porre regole dove non ci sono.

Un ulteriore elemento che risulta dalla ricerca della FED è che, con l'aumento della disuguaglianza, aumenta anche l'importanza della finanza non bancaria, come fondi comuni, fondi di investimento, compagnie assicurative e veicoli di credito. Questi attori rivestono un ruolo fondamentale poiché gestiscono un ammontare considerevole di risparmi, ma mostrano anche una maggiore vulnerabilità: a differenza delle banche, non possiedono depositi fissi e frequentemente si finanziano tramite prestiti a breve durata. Il principale rischio è la fuga di liquidità; quindi, se numerosi investitori decidono di prelevare i loro fondi nello stesso momento, i fondi devono vendere rapidamente gli *asset*, per poi provocare un crollo dei prezzi. Questo è precisamente ciò

---

<sup>81</sup> International Monetary Fund (IMF), *Euro Area: Publication of Financial Sector Assessment Program (FSAP) Documents (Staff Report e Technical Notes)*, 2025; Isojärvi e Jerow, “Inequality and Financial Sector Vulnerabilities,” 2024.

che è successo durante la crisi di marzo 2020, quando la pandemia ha provocato un'uscita di capitali dai fondi obbligazionari.

Per ridurre questo rischio, a livello globale sono state implementate norme semplici ma cruciali:

1. *Swing pricing*: prevede che qualora si scegliesse di ritirare la propria quota in un fondo durante una crisi, verrà pagata una piccola tassa che riflette i costi della liquidità. In tal modo, non vengono impostati questi costi sugli altri investitori che scelgono di restare.
2. Le porte di riscatto e le tasse di liquidità: questi sistemi permettono ai fondi di ritardare o aumentare il costo del prelievo dei capitali in situazioni di panico, prevenendo in questo modo fughe di massa.
3. *Stress test* di liquidità: esercizi regolari per analizzare come il fondo risponderebbe a richieste elevate di rimborsi.
4. Aumento della trasparenza: i fondi devono obbligatoriamente comunicare in modo chiaro il livello di *leverage* impiegato e le scadenze per i finanziamenti.

Questi strumenti mirano a rendere il settore non-bancario più solido e meno legato agli aiuti straordinari delle banche centrali.<sup>82</sup>

- Mercato della casa: prevenire bolle e fragilità.

Infine, è importante sottolineare il mercato immobiliare, che Bruegel ha riconosciuto come il vero fattore scatenante della crisi del 2008. La situazione era piuttosto evidente: le famiglie con i redditi fermi hanno iniziato a dipendere sempre di più al credito per comprare una casa, contribuendo così all'aumento dei prezzi. Fino a quando i costi continuavano ad aumentare, il debito appariva sostenibile. Ma quando i prezzi sono diminuiti, quella leva si è convertita in un'affluenza di fallimenti.

---

<sup>82</sup> Financial Stability Board (FSB), *Holistic Review of the March Market Turmoil* (Relazione al G20), 17 novembre 2020; FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, 2017; FSB, *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*, 20 dicembre 2023; International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (FR01/2018), 2018; IOSCO, *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Final Report), 26 maggio 2025.

Per prevenire il ripetersi di una situazione simile è essenziale definire ancoraggi chiari: applicare regole LTV e DTI più severe sui mutui ad alto rischio (come quelli che finanziano il 100% del valore dell'immobile); rendere più stringenti i criteri per i mutui destinati a investimenti speculativi (*buy-to-let*); obbligare le banche a mantenere un maggior capitale rispetto ai mutui erogati in zone critiche, dove i prezzi crescono molto più rapidamente dei redditi. Queste misure, però, non devono impedire l'accesso alla casa per chi ne ha realmente bisogno. È fondamentale che siano collegate a politiche di offerta, come l'edilizia a costi accessibili o agevolazioni per i giovani. Così facendo, è possibile diminuire il rischio economico senza convertire la cautela in emarginazione sociale.<sup>83</sup>

Se la disuguaglianza genera rischi specifici quali debiti familiari, debito di impresa di mercato, vulnerabilità del settore non-bancario e bolle immobiliari, allora le politiche devono essere focalizzate e specifiche. Non è necessario avere ostacoli insormontabili per il credito, ma servono regole sagge che impediscano alla leva fragile di aumentare in modo eccessivo.

### 3.3 Politiche redistributive e macroeconomiche: spezzare il circolo vizioso

Finora abbiamo analizzato due aspetti chiave, da un lato abbiamo osservato come la disuguaglianza possa generare vulnerabilità finanziarie specifiche, dall'altro abbiamo evidenziato che tali vulnerabilità possono essere mitigate attraverso strumenti macroprudenziali adeguati. Tuttavia, per spezzare davvero il circolo vizioso tra disuguaglianza e instabilità finanziaria, non è sufficiente regolare i mercati e limitare i rischi tecnici. È essenziale anche alleggerire la pressione di base che induce le famiglie e le aziende a contrarre debito per sostenere i loro *standard* di vita. Entrano in gioco le politiche di redistribuzione e le politiche macroeconomiche coordinate, le quali non dovrebbero essere viste come un "di più sociale", bensì come un elemento fondamentale della stabilità finanziaria.

Un aspetto essenziale sono gli stabilizzatori automatici. Si chiamano in questo modo poiché non richiedono una nuova normativa ogni volta; infatti, si attivano automaticamente quando l'economia affronta delle difficoltà. Alcuni esempi significativi includono: sussidi di disoccupazione

---

<sup>83</sup> Cohen-Setton, *Inequality and the Crisis*, 2011; European Systemic Risk Board (ESRB), Recommendation of 1 December 2022 on Vulnerabilities in the Residential Real Estate Sector, GU C 39 del 1.2.2023; ECB, *Evolution of Mortgage Lending Standards*, Macroprudential Bulletin 22 (luglio 2023).

adeguatamente finanziati e facilmente accessibili, che tutelano i redditi delle famiglie in situazioni di crisi lavorativa; crediti d'imposta per famiglie a basso reddito con figli, che contribuiscono a migliorare il potere d'acquisto e l'indicizzazione automatica di certe prestazioni al costo della vita, per prevenire che l'inflazione riduca il reddito disponibile.

Ma perché rivestono un'importanza così grande? Poiché diminuiscono l'esigenza delle famiglie di ricorrere al credito nei periodi critici. Sapendo che, in situazioni di disoccupazione o crisi, si avrà un supporto adeguato, non verrà sentita la necessità di richiedere un prestito per saldare un mutuo e le bollette. Così facendo, si impedisce che milioni di famiglie si rovinino in una condizione di vulnerabilità e allo stesso tempo, si previene l'instabilità economica.<sup>84</sup>

In aggiunta agli stabilizzatori è essenziale tenere in conto le politiche fiscali specifiche. La disuguaglianza significa che una significativa porzione dei redditi è accumulata da pochi, mentre le famiglie reddito medio-basso lottano per restare al passo. Per questo motivo le politiche fiscali che ridistribuiscono – come le agevolazioni fiscali sul lavoro, i trasferimenti mirati per istruzione, sanità e abitazioni, e gli incentivi per l'acquisto della prima casa - hanno un ruolo duplice: aumentano l'equità sociale e diminuiscono la dipendenza dal credito per colmare ciò che manca dal reddito. Questa logica inverte il meccanismo delineato da Bruegel prima del 2008: non più “redditi fermi → maggior debito → crisi”, ma “redditi potenziati → minor debito instabile → maggiore stabilità”.<sup>85</sup>

Un ulteriore elemento chiave è il coordinamento tra la politica macroprudenziale e quella monetaria. Le scelte riguardanti i tassi di interesse non influenzano tutti in modo uniforme: coloro che possiedono mutui a tasso variabile o debiti significativi avvertono immediatamente gli effetti dell'innalzamento dei tassi; viceversa, chi dispone di risparmi significativi o investimenti finanziari può addirittura beneficiarne. In una società sempre più ingiusta queste disparità diventano enormi. Ecco perché è fondamentale che la politica monetaria lavori a stretto contatto con gli organi di vigilanza. Se i dati mostrano che i gruppi a basso reddito stanno caricando un eccessivo debito, è

---

<sup>84</sup> Cohen-Setton, “Inequality and the Crisis,” 2011; Isojärvi e Jerow, *Inequality and Financial Sector Vulnerabilities*, 2024.

<sup>85</sup> International Monetary Fund (IMF), *Euro Area: Publication of FSAP Documents* (2025).

opportuno implementare restrizioni più rigorose o potenziare i tamponi anticiclici. Solo in questo modo la scelta di politica monetaria non rischia di compromettere la fragilità del sistema.<sup>86</sup>

Bruegel, come già citato in precedenza, ci fa riflettere su un aspetto trascurato: nella crisi del 2008, si osservò che i primi a ricevere sostegno furono gli intermediari finanziari, mentre le famiglie venivano trascurate. Ciò ha minato la fiducia nelle istituzioni e ha reso più difficile implementare nuove misure di emergenza in futuro. Pertanto, ogni strategia di crisi deve essere pianificata considerando anche la legittimità. Se si opta per supportare il sistema finanziario, è essenziale stabilire delle condizioni: maggiore chiarezza, norme più severe sulla liquidità e controlli più restrittivi sulla leva. Contemporaneamente è fondamentale fornire supporto diretto alle famiglie in difficoltà, per mostrare che l'intervento da parte dello Stato non è unidirezionale.<sup>87</sup>

In tal modo si mantiene il consenso politico e sociale indispensabile per affrontare anche le crisi future.

---

<sup>86</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Fed Explained*, 11<sup>a</sup> ed. (2025); ESRB, Recommendation on Intermediate Objectives and Instruments of Macroprudential Policy (2013).

<sup>87</sup> FSB, *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds* (2023); IOSCO, *Recommendations for Liquidity Risk Management for CIS* (2018); Cohen-Setton, *Inequality and the Crisis*, 2011

## Conclusione

Se esiste un filo rosso che attraversa i capitoli di questo studio, è che la stabilità finanziaria e la disuguaglianza economica non vivono in due universi distinti: si attraggono, si sostengono e si condizionano reciprocamente. La finanza tende a farci pensare che la tranquillità persista per inerzia; la distribuzione del reddito e della ricchezza è percepita come una questione di giustizia piuttosto che di efficienza. Tuttavia, analizzando attentamente le fasi del ciclo e i meccanismi micro che le supportano, si rivela una verità meno rassicurante: quando la crescita si fonda su leve sempre più estese e su redditi sempre più concentrati, l'apparente stabilità è solamente una tregua.<sup>88</sup> È un intervallo che anticipa il momento in cui un lieve attrito — un incremento dei tassi, una restrizione del credito, un colpo all'occupazione — è sufficiente a cambiare la normalità in crisi.<sup>89</sup>

Il percorso teorico ha svelato il motivo. Le intuizioni di Minsk riguardo alla natura endogena dell'instabilità non solo chiariscono cosa avviene dopo le bolle, ma spiegano anche ciò che si verifica precedentemente: prolungati periodi di tranquillità possono indurre comportamenti sempre più azzardati.<sup>90</sup> Quando la tutela normativa o il controllo di mercato si allentano, la ricerca di profitti può farci trascurare i rischi.<sup>91</sup> Parallelamente, la dinamica di distribuzione modifica le mappature degli incentivi: la riduzione della quota salariale e la polarizzazione dei redditi non sono soltanto aspetti etici, ma incidono direttamente sulla stabilità macro-finanziaria.<sup>92</sup> Alterando la distribuzione, si modificano anche l'elasticità della domanda, la propensione al debito e la tolleranza al rischio; di conseguenza, varia la velocità e l'ampiezza con cui si diffondono gli *shock*.<sup>93</sup>

L'evidenza empirica ha trasformato questa intuizione in una pratica attuabile. Quando i redditi medi si bloccano, le famiglie tentano di colmare la distanza tra le loro ambizioni e le opportunità attuali facendo affidamento sul credito. E quando la domanda interna è sostenuta in questo modo, la

---

<sup>88</sup> Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2014.

<sup>89</sup> Diamond & Dybvig, *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*, *Journal of Political Economy*, 1983

<sup>90</sup> Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986; *The Financial Instability Hypothesis*, Levy Institute WP n. 74, 1992.

<sup>91</sup> Shleifer & Vishny, *The Limits of Arbitrage*, *Journal of Finance*, 1997.

<sup>92</sup> Karabarbounis & Neiman, *The Global Decline of the Labor Share*, *QJE*, 2014; Piketty-Saez-Zucman, *Distributional National Accounts...*, *QJE*, 2018.

<sup>93</sup> Stiglitz & Weiss, *Credit rationing in markets with imperfect information*, *AER*, 1981.

crescita comporta una vulnerabilità silenziosa.<sup>94</sup> Ciò risulta chiaro nella qualità dei bilanci domestici, nella concentrazione di prestiti ad alto rischio in determinate aree e nella maggiore reattività della spesa rispetto alle fluttuazioni dei tassi. In questo contesto, non è tanto il debito di per sé a rappresentare il problema, quanto l'utilizzo che ne fa un'economia che spera che la finanza sostituisca il reddito. Ogni ciclo creato in questo modo comincia con una frattura: i profitti sono immediati e individuali, mentre gli aggiustamenti sono lenti e collettivi.<sup>95</sup>

Questa tesi non intende fornire una morale, ma piuttosto presentare un criterio analitico: incorporare la dimensione distributiva all'interno della funzione obiettivo della stabilità. Ciò implica considerare gli strumenti monetari, regolatori e fiscali non solo per il loro impatto diretto su inflazione, credito e prodotto, ma anche per l'effetto indiretto sui bilanci familiari, sulla leva complessiva e sulla composizione della domanda. In altre parole, la politica macroprudenziale che limita l'euforia nei picchi ciclici e le politiche fiscali e del lavoro che ricostruiscono una capacità di spesa diffusa non sono agende isolate: esse fanno parte dello stesso meccanismo stabilizzante. Dove la sorveglianza riesce a contenere il motore delle bolle, ma i redditi restano deboli, la finanza trova sempre un nuovo modo per rientrare nel mercato. E dove i redditi sono solidi, ma il credito non ha tutele, la leva riaccende la miccia. Un'azione collettiva è necessaria per interrompere questo ciclo.<sup>96</sup>

Una lezione metodologica emerge nei tre capitoli: analizzare la finanza senza tenere in conto la distribuzione può portare a diagnosi limitate; d'altra parte, se si considera solo la distribuzione escludendo la finanza, le terapie risultano inefficaci. Il sistema non raggiunge equilibrio con divieti categorici o trasferimenti generici: si stabilizza riallineando le aspettative, le regole e i segnali di prezzo, affinché la pazienza — l'innovazione, l'investimento e la creazione di valore nel lungo periodo — possa essere nuovamente incentivata più della speculazione a breve termine. È una questione di incentivi, non di retorica: quando le normative rendono onerosa la leva improduttiva e vantaggiosa l'accumulazione nel tempo, la finanza riesce a svolgere correttamente il suo ruolo (anticipare e distribuire rischi) invece di aumentarli.<sup>97</sup>

---

<sup>94</sup> Kumhof & Rancière, *Inequality, Leverage and Crises*, IMF WP 10/268; evidenze recenti FED su disuguaglianza e vulnerabilità.

<sup>95</sup> Jordà-Schularick-Taylor, *The Great Mortgaging*, Economic Policy, 2016.

<sup>96</sup> BIS, *Macroprudential frameworks...* (BIS Papers n. 94, 2017); BCBS, *The transmission channels between the financial and the real sectors* (WP n. 18, 2010).

<sup>97</sup> Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936; Shiller, *Irrational Exuberance*, 2000.

Esiste anche un aspetto di legittimazione da tenere in conto. Ogni qualvolta un sistema richiede alla comunità di assorbire perdite individuali, si riduce il capitale sociale. La risposta non è “lasciar fallire tutti”, ma piuttosto stabilire in modo trasparente le modalità di intervento, affiancandole a tutele dirette per i redditi più esposti e a piani credibili per ridurre la leva nel lungo periodo. La stabilità e il consenso democratico non sono elementi isolati: in assenza di fiducia nelle norme, la stabilità appare incerta; senza stabilità, la fiducia si dissolve. Conciliare questi due elementi rappresenta la vera sfida delle politiche dopo la crisi.

Esiste sempre un certo livello di incertezza che non possiamo eliminare: i mercati globali sono sempre più interconnessi, l'intermediazione si sposta oltre i confini tradizionali e gli *shock* dell'offerta avvengono con maggiore frequenza. Tuttavia, per questo motivo, la conclusione risulta più evidente: nelle economie mature, non è possibile “acquistare” stabilità a spese della distribuzione. Dove i redditi distribuiti supportano la domanda e le tutele attenuano la vulnerabilità del sistema, gli *shock* si indeboliscono, il trasferimento monetario diventa più agevole, i cicli si accorciano in intensità e si allungano in qualità.<sup>98</sup>

Se dovessimo raffigurare in un'immagine ciò che questa tesi suggerisce, sarebbe in questa: la crescita non è un treno che viaggia rapido, sorretto dalla finanza e bloccato dalla politica sociale; è invece un ecosistema in cui norme, incentivi e distribuzione si equilibrano reciprocamente. Quando questo bilanciamento si perde, la finanza smette di essere il ponte tra il presente e il futuro, diventando un ponte levatoio che si alza proprio quando sarebbe indispensabile passarci sopra. Riportare quell'equilibrio è l'unica via affinché la stabilità diventi nuovamente un bene comune, anziché un privilegio per pochi.

Questa non è una conclusione di resa, ma piuttosto un progetto. Se prendiamo in considerazione la disuguaglianza come elemento che impatta la stabilità, e se analizziamo ogni intervento in relazione ai suoi effetti su leva, redditi e domanda, attribuendo valore alla pazienza e costo alla rendita a breve termine, possiamo convertire il circolo vizioso tra vulnerabilità finanziaria e polarizzazione distributiva in un circolo virtuoso: ridotto rischio sistemico, maggiore resilienza sociale e una crescita che non teme le sfide, ma le affronta. In questa transizione — dal mito della pace alla cultura dell'equilibrio — si trova, in definitiva, l'obiettivo di questa ricerca e il suo contributo.

---

<sup>98</sup> Federal Reserve, evidenza su disuguaglianza → leve domestiche, credito e vulnerabilità (sez. 3.1).

# Bibliografia

## Capitolo 1

- Atkinson, A. B. (1970). *On the measurement of inequality*. *Journal of Economic Theory*, 2 (3), 244–263.
- Bank for International Settlements. (2017). *Macroprudential frameworks, implementation and relationship with other policies* (BIS Papers No. 94).
- Basel Committee on Banking Supervision. (2010). *The transmission channels between the financial and the real sectors* (BCBS Working Paper No. 18). Bank for International Settlements.
- Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419.
- Gabor, D. (2016). *The (impossible) repo trinity: The political economy of repo markets*. *Review of International Political Economy*, 23 (6), 967–1000.
- Gini, C. (1955). *Variabilità e mutabilità*. In E. Pizetti & T. Salvemini (Eds.), *Memorie di metodologia statistica*. (Opera originale pubblicata nel 1912).
- Kuznets, S. (1955). *Economic growth and income inequality*. *American Economic Review*, 45 (1), 1–28.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). *Systemic banking crises revisited* (IMF Working Paper 18/206). International Monetary Fund.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis* (Levy Economics Institute Working Paper No. 74). Levy Economics Institute.
- Mishkin, F. S. (2001). *Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries* (NBER Working Paper No. 8087). National Bureau of Economic Research.
- Mishkin, F. S. (2016). *The economics of money, banking, and financial markets* (11th ed.). Pearson.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. Harvard University Press.
- Piketty, T., Saez, E., & Zucman, G. (2018). *Distributional national accounts: Methods and estimates for the United States*. *Quarterly Journal of Economics*, 133 (2), 553–609.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton University Press.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *The limits of arbitrage*. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). *Credit rationing in markets with imperfect information*. *American Economic Review*, 71 (3), 393–410.
- Treccani. (2020, May 15). *Diseguaglianze e crescita economica*. *Agenda – Economia e innovazione*.

## Capitolo 2

- Atkinson, A. B. (1970). *On the measurement of inequality*. *Journal of Economic Theory*, 2 (3), 244–263.
- Atkinson, A. B. (2015). *Inequality: What can be done?*, Harvard University Press.
- CRAG. (n.d.). *Sovereign Debt Crises Database*.
- Dynan, K. E., Skinner, J., & Zeldes, S. P. (2004). *Do the rich save more?* *Journal of Political Economy*, 112 (2), 397–444.
- Franzini, M. (2013). *Ricchi e poveri. L'Italia e le disuguaglianze (inaccettabili)*. Laterza.
- Franzini, M., Granaglia, E., & Raitano, M. (2018). *Disuguaglianze. Quante sono, come combatterle*. Laterza.
- Gini, C. (1955). *Variabilità e mutabilità*. In E. Pizetti & T. Salvemini (Eds.), *Memorie di metodologia statistica*. (Opera originale pubblicata nel 1912).
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2016). *The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles*. *Economic Policy*, 31 (85), 107–152.
- Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2014). *The global decline of the labor share*. *Quarterly Journal of Economics*, 129 (1), 61–103.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Macmillan.
- Kumhof, M., & Rancière, R. (2010). *Inequality, leverage and crises* (IMF Working Paper No. 10/268). International Monetary Fund.
- Kuznets, S. (1955). *Economic growth and income inequality*. *American Economic Review*, 45 (1), 1–28.
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). *Systemic banking crises revisited* (IMF Working Paper 18/206). International Monetary Fund.
- Lakner, C., & Milanovic, B. (2016). *Global income distribution: From the fall of the Berlin Wall to the Great Recession*. *The World Bank Economic Review*, 30 (2), 203–232.
- Mian, A., Straub, L., & Sufi, A. (2020). *The saving glut of the rich*. NBER Working Paper No. 26941.
- Milanovic, B. (2019). *Capitalism, alone: The future of the system that rules the world*. Harvard University Press.
- Nguyen, H., Onnis, L., & Rossi, R. (2021). *Household debt, the labor share, and inequality*. SSRN.
- OECD. (2020). *OECD Income Distribution Database (IDD): Data and methodology*. OECD.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the twenty-first century*. Harvard University Press.
- Piketty, T., Saez, E., & Zucman, G. (2018). *Distributional national accounts: Methods and estimates for the United States*. *Quarterly Journal of Economics*, 133 (2), 553–609.
- Robinson, M., Silos, P., & Vilán, D. (2025). *Household debt, the labor share, and earnings inequality* (FEDS Working Paper 2025-28). Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Roodman, D. (2009). *A note on the theme of too many instruments*. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135–158.

- Solt, F. (2020). *Measuring income inequality across countries and over time: The standardized world income inequality database*. *Social Science Quarterly*, 101 (3), 1183–1199.
- Stiglitz, J. E. (2012). *The price of inequality: How today's divided society endangers our future*. W. W. Norton & Company.

### Capitolo 3

- Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *The Federal Reserve System: Purposes & Functions*, 10a edizione. Washington, D.C.: Board of Governors.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2025), *The Fed Explained: What the Central Bank Does* (11a ed.). Washington, D.C.: Board of Governors.
- Cohen-Setton, J. (2011), “Inequality and the Crisis”, *Bruegel Blog* (11 marzo).
- European Central Bank (ECB) (2022), “The transmission and effectiveness of macroprudential measures”, *Macroprudential Bulletin*, ottobre (art. n. 3).
- European Central Bank (ECB) (2023), “Evolution of mortgage lending standards at the turn of the cycle”, *Macroprudential Bulletin* 22, luglio (Focus article).
- Durante, E.; Rusnák, M.; Tereanu, E. (2025), “A decade of borrower-based measures in the banking union”, *ECB Macroprudential Bulletin* 29 (25 giugno).
- European Systemic Risk Board (ESRB) (2013), *Recommendation on intermediate objectives and instruments of macroprudential policy* (ESRB/2013/1).
- European Systemic Risk Board (ESRB) (2022), *Recommendation of 1 December 2022 on vulnerabilities in the residential real estate sector* (pubblicata nella G.U. C 39 del 1.2.2023).
- Financial Stability Board (FSB) (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (relazione finale).
- Financial Stability Board (FSB) (2020), *Holistic Review of the March Market Turmoil* (relazione al G20, 17 novembre).
- Financial Stability Board (FSB) (2023), *Revised Policy Recommendations to address structural vulnerabilities from liquidity mismatch in open-ended funds* (20 dicembre).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2018), *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (FR01/2018).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2025), *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Final Report, 26 maggio).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2025), *Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations on Liquidity Risk Management* (26 maggio)
- Isojärvi, A. T.; Jerow, S. (2024), “Inequality and financial sector vulnerabilities”, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 19 aprile. doi: 10.17016/2380-7172.3482.
- International Monetary Fund (IMF) (2025), *Euro Area: Publication of Financial Sector Assessment Program (FSAP) Documents* (Staff Report e Technical Notes; raccomandazioni su coerenza e diffusione delle BBMs).

- Piketty, T.; Saez, E.; Zucman, G. (2018), “Distributional National Accounts: Methods and Estimates for the United States”, *Quarterly Journal of Economics*, 133(2): 553-609.