



Moneta e Credito

Vol. 78 n. 312 (dicembre 2025)

Note bibliografiche

Capraro S., Panico C., Torres-González L. (2025), *Inequality and Stagnation. A Monetary Interpretation*, London-New York: Routledge, collana Frontiers of Political Economy, pp. 359, ISBN: 9781032498775.

In *Inequality and Stagnation*, Santiago Capraro, Carlo Panico e Luis Torres-González esaminano la relazione tra due caratteristiche distintive del capitalismo contemporaneo: la persistente crescita delle disuguaglianze e la tendenza alla stagnazione. Adottando un quadro analitico classico-keynesiano, che considera la distribuzione del reddito come fortemente modellata da circostanze istituzionali, politiche e storiche, e la crescita economica guidata dal principio della domanda effettiva, il volume colloca al centro della propria analisi il ruolo delle condizioni monetarie e finanziarie prevalenti, intese sia come espressioni del conflitto distributivo sia come determinanti dei livelli di produzione e occupazione. La tesi centrale è che l'espansione del settore finanziario successiva al collasso del sistema di Bretton Woods abbia trasformato la struttura distributiva, l'organizzazione della politica macroeconomica e le dinamiche della crescita.

Questa tesi si contrappone a interpretazioni fondate, in modo esplicito o implicito, sulla teoria neoclassica dominante: sia a quelle che enfatizzano fattori reali, quali il progresso tecnologico sbilanciato e la scarsità relativa dei fattori, per spiegare disuguaglianza e stagnazione; sia a quelle che, pur riconoscendo un ruolo a fattori monetari e finanziari, li incorporano ad hoc, in modo incoerente con un approccio che assume la neutralità delle condizioni monetarie e finanziarie nel lungo periodo.

1. Struttura del volume

Il volume è articolato in quattro parti principali. La prima introduce gli elementi preliminari dell'analisi, delineando il quadro concettuale, storico e istituzionale necessario a comprendere l'interpretazione monetaria proposta dagli autori. Sul piano concettuale, essa mette a confronto la nozione classica di neutralità della moneta e la legge di Say con approcci che riconoscono l'influenza permanente della moneta sulla produzione e sulla distribuzione. L'analisi storica e istituzionale mostra come le fasi di stabilità e crescita siano state associate ad assetti regolatori stringenti, mentre i processi di liberalizzazione abbiano favorito volatilità, disuguaglianze e fragilità strutturali. In particolare, viene esaminata la trasformazione istituzionale seguita al collasso del sistema di Bretton Woods, descrivendo il passaggio da un regime regolatorio discrezionale, orientato alla stabilità e alla piena occupazione, a un assetto che favorisce l'innovazione finanziaria e la trasformazione delle banche specializzate in banche universali. Tale cambiamento, sostenuto dall'attività di lobbying del settore finanziario, ha consentito a quest'ultimo di crescere a ritmi superiori rispetto all'economia reale, contribuendo a una distribuzione del reddito più diseguale.



La seconda parte approfondisce i concetti fondamentali alla base dell'interpretazione monetaria sostenuta dagli autori, proponendo una discussione critica delle diverse teorie del valore e della distribuzione, nonché delle differenti interpretazioni della legge di Say, con particolare riferimento alla versione oggi dominante di matrice neoclassica. Richiamandosi ai risultati negativi per tale approccio messi in luce da Sraffa (1960) e successivamente sviluppati nel corso delle controversie sul capitale, basati su fenomeni quali il ritorno delle tecniche e l'inversione dell'intensità di capitale, gli autori mettono opportunamente in discussione la capacità di questo quadro teorico di spiegare una tendenza spontanea alla piena occupazione in economie caratterizzate da beni capitali eterogenei. Essi propongono invece la domanda effettiva come principio generale di determinazione dei livelli di attività sia nel breve sia nel lungo periodo. Questa sezione costituisce pertanto una premessa a una visione nella quale la politica economica e le istituzioni assumono un ruolo costitutivo nell'equilibrio macroeconomico.

La terza parte ricostruisce l'evoluzione del pensiero di Keynes e di Sraffa in materia di moneta, produzione e distribuzione, che costituisce il fondamento dell'interpretazione monetaria del volume. Essa documenta, con chiarezza ed eleganza, l'abbandono da parte di Keynes della teoria marginalista, adottata nelle sue opere giovanili, e della nozione di un tasso di interesse naturale determinato da condizioni puramente reali, sostituite da una "teoria monetaria della produzione" in senso proprio, nella quale il tasso di interesse diventa una variabile storica e convenzionale, persistentemente manipolabile dalle autorità monetarie. Viene quindi mostrato come Sraffa abbia fornito il fondamento teorico di questa rottura in *Production of Commodities by Means of Commodities* (1960), avanzando una critica radicale a tutte le versioni della teoria marginalista. Inoltre, con la sua "semplice" proposta di trattare il tasso di interesse come variabile indipendente nella teoria dei prezzi e della distribuzione, Sraffa ha aperto la strada a una integrazione coerente del sistema finanziario nell'analisi dei prezzi e della distribuzione — ciò che in seguito è stato definito teoria monetaria della distribuzione, di cui Carlo Panico (1988) è uno dei principali esponenti.

La quarta e ultima parte costituisce forse il contributo principale del volume, offrendo un'interpretazione monetaria della recente crescita delle disuguaglianze e della stagnazione fondata sul principio della domanda effettiva e sulla teoria monetaria della distribuzione. Essa analizza l'evoluzione della regolamentazione finanziaria negli Stati Uniti, dal regime del New Deal alla liberalizzazione successiva al 1971 e al consolidamento della banca universale negli anni Novanta. Questi cambiamenti, guidati dal lobbying finanziario, hanno favorito l'innovazione speculativa e l'aumento del rischio sistemico, costringendo le banche centrali ad agire come prestatori di primo ricorso, fornendo liquidità a basso costo. Tale dinamica è illustrata attraverso un'analisi del comportamento della Federal Reserve tra il 1990 e il 2007. Gli autori sostengono che, privilegiando la stabilità finanziaria rispetto al controllo dell'inflazione, la Fed abbia incoraggiato tassi di interesse persistentemente bassi, stimolando strategie aziendali incentrate sulla distribuzione di dividendi e sul riacquisto di azioni proprie, riducendo gli investimenti produttivi e indebolendo la domanda effettiva. L'analisi si sposta quindi sull'America Latina, dove la dominanza finanziaria si è manifestata attraverso la liberalizzazione senza vincoli del conto capitale e l'adozione di regimi di *inflation targeting*. Queste politiche hanno costretto le banche centrali ad accumulare ingenti riserve per gestire la volatilità del tasso di cambio, comprimendo così lo spazio di manovra delle politiche monetarie e fiscali. Infine, l'ultimo capitolo presenta un modello multisetoriale che formalizza la relazione tra espansione finanziaria, distribuzione del reddito e crescita. Il modello supporta l'idea che la finanziarizzazione — in condizioni di bassi tassi di interesse e di elevata liquidità — generi una concentrazione del reddito a favore di manager e azionisti, riduca la quota dei salari e produca stagnazione.

2. Discussione

Tre elementi della quarta parte potrebbero essere ulteriormente approfonditi in future ricerche: a) la formalizzazione del sistema finanziario e l'introduzione della teoria monetaria della distribuzione; b) il ruolo della domanda autonoma nelle dinamiche di crescita e nella sostenibilità del debito privato; c) la descrizione delle dinamiche di accumulazione delle riserve nei paesi dell'America Latina.

2.1. Formalizzazione del sistema finanziario

Il primo tema riguarda la formalizzazione del sistema finanziario proposta nel volume. In primo luogo, essa assume implicitamente che le imprese non siano normalmente indebitate e si fonda pertanto prevalentemente sulla nozione del tasso di interesse come costo opportunità del capitale produttivo, trascurandone in parte il ruolo di costo di produzione, un'omissione particolarmente rilevante in contesti nei quali le imprese che adottano le tecniche dominanti risultano normalmente indebitate. L'esame di questa dimensione consentirebbe di migliorare la comprensione dei meccanismi attraverso i quali la struttura finanziaria incide sulla trasmissione della politica monetaria.

In secondo luogo, il tasso di interesse sui prestiti, è trattato come qualsiasi altro prezzo, ossia come una grandezza monetaria, piuttosto che per ciò che esso è in realtà: un numero puro. Il terzo e ultimo elemento che potrebbe essere analizzato più in profondità riguarda il trattamento dei fabbisogni di liquidità delle imprese, rappresentati dal vettore q nel modello. Tali fabbisogni sono trattati come parametri ingegneristici, analogamente a qualsiasi altro coefficiente tecnico nel sistema dei prezzi di produzione. Tuttavia, la tecnica di fornitura dei servizi di prestito non può essere caratterizzata in termini puramente tecnici. Poiché i mezzi di pagamento possono essere prodotti ex nihilo, i vincoli all'espansione del credito appaiono essere prevalentemente di natura istituzionale piuttosto che tecnica (Dvoskin e Feldman, 2020).

2.2. Domanda autonoma e debito privato

Il modello proposto assume un'unica fonte di domanda autonoma: il credito alle famiglie. In base a tale ipotesi, il rapporto tra debito e prodotto tende a stabilizzarsi, poiché entrambe le variabili crescono allo stesso tasso nel lungo periodo. Tuttavia, l'introduzione di una seconda fonte, come la spesa pubblica, potrebbe modificare sostanzialmente questo risultato. Se tale spesa crescesse a un tasso inferiore, non solo il rapporto tra debito e prodotto aumenterebbe indefinitamente, ma crescerebbe anche il rapporto tra debito delle famiglie e quota dei salari, anche qualora quest'ultima rimanesse costante, intensificando così l'instabilità sistemica (Pariboni, 2016).

2.3. Accumulazione delle riserve nelle economie dell'America Latina e stabilità macroeconomica

Il terzo e ultimo elemento che potrebbe essere esaminato più approfonditamente riguarda l'analisi delle politiche di accumulazione delle riserve perseguite dai paesi dell'America Latina. Da un lato, gli autori sostengono che tali politiche abbiano impedito a queste economie di ricorrere a "svalutazioni autonome", presumibilmente volte a correggere gli squilibri esterni e a stimolare l'attività economica. Tuttavia, questa affermazione attribuisce implicitamente al tasso di cambio un ruolo di assorbitore degli shock, un ruolo che non sembra conciliarsi adeguatamente con le caratteristiche strutturali di tali economie. Caratterizzate da matrici input-output incomplete,

dovute a un processo di industrializzazione incompiuto, o da una condizione di “dipendenza tecnica” (Vernengo, 2006), e quindi fortemente dipendenti dalle importazioni di input essenziali e di beni capitali – le svalutazioni tendono a correggere gli squilibri esterni attraverso una contrazione dell’attività economica. Ciò avviene tramite un ciclo noto come stop-and-go, che implica inflazione, una riduzione dei salari reali e una contrazione della domanda aggregata, e che si riattiva quando la spesa pubblica aumenta o quando i salari reali, in un contesto di elevato conflitto distributivo, ricominciano a crescere (Dvoskin e Torchinsky Landau, 2023).

Dall’altro lato, quando tali dinamiche di accumulazione delle riserve vengono esaminate nel caso del Messico, l’analisi si discosta dalla prospettiva della moneta endogena che gli autori sembrano adottare in altre parti del volume. Da questo punto di vista, la sterilizzazione successiva all’acquisto di riserve non rappresenta un tentativo discrezionale di prevenire l’espansione monetaria, bensì la conseguenza automatica dell’impegno della banca centrale a perseguire un obiettivo di tasso di interesse (Lavoie, 2022). Una volta fissato il tasso, qualsiasi eccesso di liquidità creato dall’accumulazione delle riserve verrà assorbito attraverso operazioni coerenti con tale obiettivo. Ciò implica che la quantità dello strumento scelto per la sterilizzazione debba aggiustarsi endogenamente al fine di mantenere il tasso di policy.

Gli autori individuano due meccanismi di sterilizzazione nel periodo compreso tra il 1996 e il 2022: (i) fino al 2006, il trasferimento dei depositi governativi dalle banche commerciali al conto del Tesoro presso la banca centrale; e (ii) dal 2006 in poi, l’emissione di titoli di Stato per assorbire i depositi privati. Essi sostengono quindi che il secondo meccanismo restringa lo spazio fiscale in quanto genera futuri pagamenti di interessi, mentre il primo non avrebbe tale effetto. Tuttavia, questa interpretazione può risultare fuorviante. L’impatto di queste misure sui conti pubblici non deriva dallo strumento in sé, ma dalla decisione di difendere l’obiettivo sul tasso di interesse. Se la sterilizzazione avviene tramite i depositi governativi, il costo si manifesta sotto forma di liquidità fiscale immobilizzata; se avviene tramite titoli, il costo si manifesta come pagamenti di interessi e come un aumento dello stock di debito. Il punto cruciale è che, in entrambi i casi, questa particolare nozione di “spazio fiscale” è modellata dalla politica monetaria, e non da un limite tecnico alla creazione di moneta né da un vincolo significativo alla spesa pubblica.

Le dinamiche che seguono una ipotetica espansione del credito possono contribuire a chiarire questo punto. Nel meccanismo basato sui depositi, il drenaggio delle riserve può rendere il sistema rigido: se la domanda di prestiti aumenta, le banche creano depositi ma si trovano ad affrontare una carenza di riserve, che spinge verso l’alto il tasso interbancario. Per evitarlo, la banca centrale deve invertire in parte il movimento precedente, restituendo fondi del Tesoro alle banche o iniettando riserve. Nel meccanismo basato sui titoli, le riserve permangono dopo l’operazione iniziale; quando il credito si espande, i nuovi depositi si aggiungono all’eccesso di liquidità, esercitando una pressione al ribasso sul tasso di interesse. Per mantenere l’obiettivo, la banca centrale deve nuovamente assorbire il surplus, tipicamente collocando ulteriori titoli, aumentando così i costi per interessi. In entrambi i casi, l’aggiustamento è automatico ed è guidato dall’obiettivo sul tasso di interesse. Osservate da questa prospettiva, non sembra corretto affermare che uno strumento restringa lo spazio fiscale mentre l’altro no. Entrambi incidono sui conti pubblici in modi differenti, ma l’elemento rilevante è che entrambi sono costretti ad aggiustarsi endogenamente in funzione dell’obiettivo sul tasso di interesse. Ciò che cambia sono le modalità specifiche attraverso cui tali “costi” emergono, come liquidità immobilizzata o come debito fruttifero di interessi, ma non i loro effetti sul bilancio pubblico.

In realtà, all’interno del quadro teorico *demand-led* adottato dagli autori, il vincolo fiscale sembra derivare da una scelta deliberata di policy. Come ipotesi alternativa rispetto a quella proposta nel volume, potrebbe dunque essere utile esplorare se il ritmo contenuto di espansione

della spesa pubblica sia stato il risultato di un vincolo autoimposto volto a conseguire la stabilità macroeconomica. Tale considerazione implicherebbe: (a) l'analisi degli effetti dell'espansione della domanda aggregata sui conti con l'estero attraverso il suo impatto sulle importazioni; e (b) più indirettamente, l'influenza della spesa pubblica sul conflitto distributivo (Kalecki, 1943).

3. Conclusioni

In conclusione, il volume *Inequality and Stagnation: A Monetary Interpretation* offre un contributo solido e originale al dibattito sulle disuguaglianze e sulla stagnazione economica. L'approccio classico-keynesiano adottato dagli autori, arricchito dalla teoria monetaria della distribuzione, fornisce un quadro interpretativo articolato per comprendere in che modo le trasformazioni finanziarie e regolatorie abbiano inciso sulle dinamiche della crescita e sulla distribuzione del reddito. L'opera si distingue per il rigore concettuale, l'accurata ricostruzione storica e la capacità di integrare analisi teorica ed evidenza empirica all'interno di una struttura coerente. Inoltre, essa apre promettenti linee di ricerca future sul ruolo della politica monetaria, della domanda effettiva e dell'interazione tra finanza e produzione, consolidandosi come un riferimento imprescindibile nel dibattito contemporaneo.

Ariel Dvoskin
University of Missouri-Kansas City
email: advoskin@umkc.edu

Riferimenti bibliografici

- Dvoskin A. e Feldman G.D. (2020), "On the role of finance in the Sraffian system", *Review of Political Economy*, 33(2), pp. 261-277.
- Dvoskin A. e Torchinsky Landau M. (2023), "Income distribution and economic cycles in an open-economy Supermultiplier model", *Structural Change and Economic Dynamics*, 64, pp. 273-291.
- Kalecki M. (1943), "Political aspects of full employment", *The Political Quarterly*, 14(4), pp. 322-331.
- Lavoie M. (2022), *Post-Keynesian Economics: New Foundations* (2nd ed.), Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar Publishing.
- Panico C. (1988), *Interest and Profit in the Theories of Value and Distribution*, Basingstoke (UK): Macmillan.
- Pariboni R. (2016), "Household consumer debt, endogenous money and growth: A supermultiplier-based analysis", *PSL Quarterly Review*, 69(278), pp. 211-234.
- Sraffa P. (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*. Cambridge (UK): Cambridge University Press.
- Vernengo M. (2006), "Technology, Finance, and Dependency: Latin American Radical Political Economy in Retrospect", *Review of Radical Political Economics*, 38(4), pp. 551-568.