

COUNTDOWN I

STUDI SULLA CRISI

La prima grande depressione del XXI° secolo
Anwar Shaikh

L'euro e la crisi dell'eurozona
Paolo Giussani

Diverse teorie marxiste sulla crisi e diverse
interpretazioni della crisi attuale
Francisco Paulo Cipolla

I derivati e il mercato capitalistico: il cuore
speculativo del capitale
Tony Norfield

Striking it richer: the evolution of top incomes
in the United States
Emmanuel Saez



COLIBRI
EDIZIONI

Presentazione

La II° Guerra Mondiale era finita introducendo un boom economico, la *Golden Age* del capitalismo occidentale, con pochi precedenti storici – pari forse alle grandi espansioni della metà del secolo XIX e della *Belle Époque* – sfociato nondimeno nel decennio fortemente critico e apparentemente turbolento che copre gli anni '70 fino al principio degli anni '80. Le ripetute crisi finivano col convertire la *stagflation* in un boom speculativo, perdurato un trentennio abbondante, sostenuto da un'accumulazione di debiti che ha demolito ogni record storico e accompagnato da una crescita produttiva debole e incerta.

La rapida creazione di un gigantesco esercito industriale di riserva a livello mondiale, il crollo delle economie pianificate e la disgregazione di una parte delle economie meno sviluppate hanno completato l'opera, contribuendo alla crisi finale del movimento operaio organizzato e all'esaurimento del movimento ascendente dei salari e della quota dei salari sul reddito nazionale assieme alla decadenza del cosiddetto *Welfare State*, da molti ridicolmente visto come una sorta di superamento dei rapporti mercantili. Tuttavia, i problemi invece di finire cominciavano. Durante i precedenti trent'anni i profitti erano molto aumentati ma l'indebitamento generale lo era assai di più, e nel 2007 ha domandato il saldo del conto facendo virtualmente crollare l'intera sovrastruttura finanziaria, prima, e creditizia, poi, del capitalismo internazionale assieme a una parte consistente del settore produttivo e commerciale.

La chemioterapia applicata dai governi e dalle banche centrali che consisteva nel trasferire sulla finanza pubblica i debiti defunti della finanza privata e nel trasformare lo status delle aziende finanziarie rendendolo omogeneo a quello delle banche commerciali per poter accrescere a dismisura le loro riserve presso le banche centrali, ha mantenuto in vita il paziente ma, al tempo stesso, ne ha rivitalizzato la patologia cronica. La ripresa produttiva e commerciale che è seguita non è altro che il trascinamento indefinito della crisi in una stagnazione che alcuni cominciano a temere essere senza fine.

Le caratteristiche salienti del funzionamento del capitale pre-2007 si sono riprodotte e ripresentate sulla scena, prive della vitalità e dello slancio di prima ma conservando aggravati tutti gli squilibri, ai quali si è aggiunto l'indebolimento

generale della finanza pubblica e il latente collasso dell'euro, che si è rivelato una specie di oro sintetico creato nell'illusione che il boom speculativo durasse per sempre.

Ora molti attendono, curiosi di scoprire in quale punto, fra i molti papabili, avrà luogo l'innesco del secondo sisma e soprattutto quali saranno allora i limiti delle possibilità di intervento dei governi, le loro conseguenze e le reazioni più generali della società. Nell'avanzante caos le teorie economiche dominanti e le analisi da esse tratte hanno perso ogni residuo prestigio, dimostrando, in maniera ancor più spettacolare del passato, di essere solo giustificazioni ideologiche dello stato di cose esistente, precarie e irrazionali al suo stesso modo, e, ancor più, null'altro che volgari coperture degli interessi degli agenti del capitale, gli pseudopadroni del mondo senza il cui immondo permesso i lavoratori e la gente comune non possono campare, ma di cui hanno tanto bisogno quanto di una dose quotidiana di arsenico.

Il fatto che da molto tempo non esista più alcuna opposizione, tanto in pratica quanto nella teoria, e che la gran parte dei cosiddetti intellettuali sia entrata definitivamente nella benemerita categoria dei servi, è qualcosa di assolutamente naturale. L'opposizione del passato, durante il grande boom postbellico e il periodo critico degli anni '70 e '80, era semplicemente un aspetto della riproduzione del capitale e della crescita produttiva, e nessuno dovrebbe piagnucolarci sopra sospirando pateticamente il suo ritorno. Il nulla è un punto di partenza molto ricco di prospettive e, soprattutto, infinitamente migliore di quello che esisteva prima, finito giustamente in malora.

LA PRIMA GRANDE DEPRESSIONE DEL XXI° SECOLO*

Anwar Shaikh

La crisi economica scatenatasi nel 2008 a livello mondiale è una Grande Depressione propiziata da una crisi finanziaria verificatasi negli Stati Uniti, pur non essendone stata la causa. La crisi è una fase assolutamente normale in un processo di lungo periodo ricorrente proprio dell'accumulazione capitalistica, nel quale lunghi cicli di boom lasciano spazio a lunghe recessioni e quando si verifica tale transizione, la salute dell'economia da buona diventa cattiva. Nella seconda fase una crisi può essere originata da uno shock, proprio come è accaduto nel 2007 con il crollo del mercato

dei mutui subprime e con shock precedenti che hanno fatto da catalizzatori alle crisi generali negli anni '20 e '70 dell'Ottocento, negli anni '30 e '70 del Novecento¹.

Nel suo libro sicuramente più famoso, *The Great Crash 1929*, J. K. Galbraith affermò che mentre la grande depressione degli anni '30 venne preceduta dal dilagare di una speculazione finanziaria, fu la condizione fondamentalmente instabile e fragile dell'economia nel 1929 che permise al crollo del mercato azionario di dare il via ad un collasso economico². Così come accadde allora,

* Il testo originale sul sito di Anwar Shaikh <http://homepage.newschool.edu/~AShaikh/> è stato pubblicato sulla rivista *Socialist Register* nel 2011, <http://socialistregister.com>

1. La crisi del 1825 è stata vista come la prima vera crisi industriale. La crisi del 1847 fu così dura che seminò rivoluzioni in tutta Europa. Maurice Flamant and Jeanne Singer-Kerel, *Modern Economic Crises*, London: Barrie & Jenkins, 1970, pp. 16-23. La definizione "La lunga depressione del 1873-1893" è da Forrest Capie and Geoffrey Wood, 'Great Depression of 1873-1896', in D. Glasner and T.; F. Cooley, eds., *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia*, New York: Garland Publishing, 1997. La Grande Depressione del 1929-1939 è ben nota. La collocazione temporale della Grande Stagflazione del 1967-1982 è da Shaikh, 'The Falling Rate of Profit and the Economic Crisis in the U.S.', in R. Cherry et al., eds., *The Imperiled Economy*, New York: Union for Radical Political Economy, 1987. Sia la definizione che la collocazione temporale della crisi economica che è scoppiata nel 2008 rimangono da risolvere.

2. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash 1929*, Boston: Houghton Mifflin. 1955, chs. I-II, e pp. 182, 192. (*Il grande crollo*, Traduzione di Amerigo Guadagnin e Debora Rancati, Milano: Bur Saggi, 2008) Galbraith era ambiguo circa la possibilità che potesse presentarsi nuovamente una Grande Depressione. Come storico, era fin troppo consapevole che "cicli finanziari di euforia e panico si accordano difficilmente con il tempo che ci volle alle persone per dimenticare l'ultimo disastro" (John Kenneth Galbraith, *Money: Whence It Came, Where It Went*, Boston: Houghton Mifflin Company, 1975, p. 21). Egli notò che questi cicli erano essi stessi il "prodotto

accade oggi³. Coloro che scelgono di considerare ciascun episodio come un evento isolato, come l'apparizione casuale di un "cigno nero" in uno stormo finora immacolato⁴, hanno dimenticato le dinamiche della storia che essi stessi cercano di spiegare e nel procedere si dimenticano inoltre, e volutamente, che è la logica del profitto che ci condanna a ripetere questa storia.

L'accumulazione capitalistica è un processo dinamico turbolento caratterizzato al suo interno da ritmi imponenti regolati da fattori congiunturali e da particolari eventi storici. L'analisi storica dell'accumulazione deve perciò distinguere tra percorsi intrinseci e le loro particolari rappresentazioni storiche. I cicli economici sono i fattori più visibili delle dinamiche capitalistiche. Un ciclo breve (3-5 anni, ciclo delle scorte) nasce dalle oscillazioni perpetue della domanda e dell'offerta aggregata, e un ciclo medio (7-10 anni ciclo di capitale fisso) dalle fluttuazioni più lente della capacità e dell'offerta aggregate⁵. Tuttavia sottostante questi cicli economici vi è un ritmo molto più lento che consiste nell'alternanza di lunghe fasi di accumulazione che può accelerare e decelerare per

cui i cicli economici sono articolati sulla base di queste onde fondamentali⁶. La storia del capitalismo viene sempre recitata su un palcoscenico in movimento.

Dopo la Grande Depressione degli anni '30 del '900 venne la Grande Stagflazione degli anni '70. In quel caso la crisi sottostante era mascherata da un'inflazione galoppante, ma ciò non impedì grosse perdite di posti di lavoro, un notevole calo nel valore reale dell'indice del mercato azionario e fallimenti su larga scala di aziende e di banche. A quel tempo si era diffusa un'ansia considerevole secondo la quale il sistema economico e quello finanziario sarebbero crollati insieme. Per i nostri scopi attuali, è utile notare che in paesi come gli Usa ed il Regno Unito la crisi portò ad alta disoccupazione, attacchi ai sindacati ed al sostegno statale ai lavoratori e alla povertà, e ad un'inflazione che rapidamente erose sia i salari sia il valore reale dell'indice del mercato azionario. Altre nazioni, come il Giappone, fecero ricorso ad una bassa disoccupazione e ad una graduale deflazione degli asset che prolungò la durata della crisi ma impedì che nel paese avvenisse un grave crollo che al contrario si verificò negli Usa e in Gran Bretagna.

di una libera scelta di centinaia di migliaia di individui", che nonostante la speranza per una memoria immunizzante dell'ultimo evento "le possibilità per un ritorno dell'orgia speculativa erano piuttosto buone", che "durante il prossimo boom verranno nuovamente enfatizzate alcune riscoperte virtuosità del sistema della libera impresa", che fra "i primi ad accettare queste razionalizzazioni saranno coloro che chiederanno dei controlli... [che allora] diranno fermamente che i controlli non sono necessari" e che nel tempo "gli organi regolatori... diventano, con alcune eccezioni, o un braccio dell'industria che loro stessi stanno regolando od obsoleti" (Galbraith, *The Great Crash 1929*, pp. 4-5, 171, 195-96). Tuttavia, come politico egli continuò a sperare che nessuno di questi eventi si avverasse.

3. Floyd Norris, 'Securitization Went Awry Once Before', *New York Times*, 29 January 2010.

4. David Smith, 'When Catastrophe Strikes Blame a Black Swan', *The Sunday Times*, 6 May 2007.

5. Shaikh, 'The Falling Rate of Profit'; J.J. van Duijn, *The Long Wave in Economic Life*, London: Allen and Unwin, 1983, chs. 1-2.

6. E. Mandel, *Late Capitalism*, London: New Left Books, 1975, pp. 126-27.

A prescindere da queste differenze, in tutti i maggiori paesi capitalisti cominciò negli anni '80 un nuovo boom, stimolato da un poderoso calo dei tassi di interesse che innalzò notevolmente l'indice netto del rendimento sul capitale, cioè fece aumentare la differenza al netto tra il saggio di profitto e il tasso di interesse. Gli interessi in calo facilitarono inoltre la diffusione di capitale a livello globale, promossero un enorme incremento del debito dei consumatori e alimentò bolle finanziarie ed immobiliari a livello internazionale.

Le stesse imprese finanziarie chiesero prepotentemente la deregulation delle attività finanziarie in molte nazioni e ad eccezione di poche, come il Canada, questa pressione ebbe un enorme successo. Allo stesso tempo, in paesi come gli Usa o la Gran Bretagna ci fu un aumento senza precedenti dello sfruttamento del lavoro, manifestatosi nel relativo rallentamento dei salari reali rispetto alla produttività. Come sempre, il beneficio diretto fu un enorme incremento del saggio di profitto.

Un rallentamento dei salari avrebbe normalmente determinato come effetto collaterale una stagnazione del consumo, tuttavia, con tassi di interesse che cadevano e il credito reso perfino più facile, la spesa per il consumo e altri tipi di spesa continuarono a salire, sostenuti da una marea montante di debito. Tutti i limiti sembravano sospesi, tutte le leggi sui movimenti abolite. E infine venne il crollo. La crisi dei mutui negli Usa era soltanto il catalizzatore immediato, ma il problema sottostante era che la caduta dei tassi di interesse e la crescita del debito, che avevano alimentato il boom, raggiunsero i loro limiti.

La crisi attuale è ancora in corso e in tutti i maggiori paesi avanzati sono stati creati massicci aumenti di denaro incanalato verso il settore delle imprese per puntellarle, ma questo denaro rimase per lo più bloccato nelle imprese stesse. Le Banche non hanno alcun desiderio di incrementare prestiti in un clima rischioso nel quale potrebbero non essere in grado di riscuotere il proprio denaro con un profitto sufficiente. Settori industriali come quello automobilistico hanno un problema simile, perchè sono sommersi da notevoli scorte di beni invenduti di cui è necessario sbarazzarsi prima ancora di pensare ad espandersi. Pertanto la maggioranza della popolazione non ha ricevuto alcun beneficio diretto dalle enormi somme di denaro elargite e i tassi di disoccupazione sono rimasti elevati. Rispetto a ciò, è sconvolgente che sia stato fatto così poco per espandere l'occupazione attraverso posti di lavoro creati dal settore pubblico, come è stato fatto dall'amministrazione Roosevelt durante gli anni '30 del '900.

Questo ci porta ad una questione fondamentale: come è potuto accadere che il sistema capitalistico – le cui istituzioni, regole e strutture politiche sono cambiate così profondamente nel corso della sua evoluzione – sia ancora capace di manifestare certi fenomeni economici ricorrenti?

La risposta sta nel fatto che questi particolari fenomeni sono radicati nella ricerca del profitto, che rimane il regolatore centrale del comportamento del capitale in tutta la sua storia. L'involucro del capitalismo muta costantemente perchè il suo cuore rimanga lo stesso⁷. Una spiegazione esaustiva delle dinamiche teoriche va oltre la dimensione di questo

7. Shaikh, *The Falling Rate of Profit*, p.123.

saggio, tuttavia possiamo cogliere il senso della sua logica esaminando il rapporto tra accumulazione e profittabilità. In ciò che segue mi focalizzerò sugli Usa perchè essi sono ancora il centro del mondo capitalista avanzato, ed è lì che la crisi si è originata. Ma bisogna dire che il problema è globale, e ricade in gran parte su coloro che già soffrono: le donne, i bambini e i senza lavoro del pianeta.

ACCUMULAZIONE E PROFITABILITÀ

*“La macchina che guida l’impresa è
...il profitto”*⁸

J.M. Keynes

*“Le vendite senza profitto sono
prive di significato”*⁹

Business Week

Ogni impresa sa bene, pena la sua estinzione, che la sua *raison d’être* è il profitto. Gli economisti classici affermavano che era la differenza tra saggio di profitto (r) e tasso di interesse (i) ad essere centrale per l’accumulazione in quanto il profitto è l’utile degli investimenti attivi, mentre il tasso di interesse è l’utile degli investimenti passivi. Un dato ammontare di capitale potrebbe essere investito nella produzione o nella vendita di beni, nel prestare denaro o nella speculazione, in ogni caso il saggio di profitto costituisce l’utile, carico di tutti i rischi, le incertezze e gli errori ai quali tali tentativi sono soggetti.

Gli imprenditori finiscono per imparare che “Ci sono (cose) conosciute che sono sconosciute. Ci sono cose sconosciute che vengono conosciute. Ma ci sono anche cose sconosciute che rimangono sconosciute”¹⁰. D’altro canto, lo stesso ammontare di capitale potrebbe essere allo stesso modo investito in depositi di risparmio o in titoli sicuri, ricevendone così un interesse, in una tranquilla e relativa sicurezza. Il tasso di interesse è il benchmark, l’alternativa sicura all’utile sugli investimenti attivi. Marx afferma che è la differenza tra i due tassi – che egli chiama il saggio del profitto-di-impresa ($r-z$) – che guida gli investimenti attivi. Keynes afferma pressappoco la stessa cosa: egli definisce il saggio di profitto l’efficienza marginale del capitale (MEC) e si focalizza sulla differenza tra esso e il tasso di interesse come il fondamento per la redditività dell’investimento.

Anche l’economia neoclassica e post-keynesiana si concentra su questa stessa differenza, benchè in maniera diretta: i costi di produzione sono definiti in modo da includere un “costo di opportunità” che comprenda l’interesse equivalente sullo stock di capitale, così che “il profitto economico” è l’ammontare del profitto-di-impresa e il corrispondente saggio di profitto è semplicemente il saggio del profitto-di-impresa ($r-i$)¹¹.

8. John Maynard Keynes, *A Treatise on Money*, New York: Harcourt, Brace and Company, 1976, p. 148 (*Trattato della moneta*, Edizioni Feltrinelli, 1979).

9. Lewis Braham, ‘The Business Week 50’, *Business Week*, 23 March 2001.

10. Donald Rumsfeld, ‘DoD News Briefing – Secretary Rumsfeld and Gen Myers’, *United States Department of Defense*, 12 February 2002, disponibile su <http://www.defense.gov>

11. Eckhard Hein, ‘Money, Credit and the Interest Rate in Marx’s Economics: On the Similarities of Marx’s Monetary Analysis to Post-keynesian Analysis’, *International Papers in Political Economy*, 11(2), 2004, pp. 20-23; Karl Marx, *Capital* Volume III, New York: International Publishers, 1967, ch XXIII; Shaikh, *The Falling Rate of Profit*, p. 126 n1.

Si consideri l'esempio seguente. Supponiamo che il profitto annuale di un'impresa sia 100.000\$, che il tasso di interesse corrente sia al 4% e il capitale dell'impresa all'inizio dell'anno sia 1.000.000\$. Dunque, il capitale dell'impresa avrebbe potuto fruttare 40.000\$ se fosse stato investito in un titolo sicuro. Da un punto di vista classico, possiamo pensare che il profitto dell'impresa sia formato da due componenti: 40.000\$ come interesse equivalente e 60.000\$ come profitto-di-impresa totale. L'economia neoclassica nasconde tutto ciò trattando l'ipotetico interesse equivalente come un "costo" alla pari dei salari, delle materie prime e del deprezzamento. Come, di conseguenza, la sua definizione di profitto economico è già profitto-di-impresa (60.000\$). L'economia Post-keynesiana adotta tipicamente molti concetti neoclassici; questo è uno di quelli.

Il saggio di profitto è il rapporto tra profitto annuale e lo stock di capitale ad inizio anno, cioè:

$$r = 100.000\$/1.000.000\$ = 0,10.$$

Il corrispondente saggio del profitto-di-impresa (re) è l'ammontare del profitto-di-impresa diviso per lo stock di capitale, il cui rendimento è:

$$re = \$60.000/1.000.000\$ = 6\%$$

È facile osservare come il saggio del profitto-di-impresa eguagli la differenza tra il saggio di profitto e il tasso di interesse:

$$re = r - i = 10\% - 4\% = 6\%.$$

A livello empirico diventano importanti due ulteriori considerazioni. Primo, il profitto come viene indicato nella contabilità nazionale non è né il profitto totale (P) né il profitto-di-impresa (PE) ma qualcosa che sta nel mezzo. La contabilità nazionale definisce il profitto economico come il profitto al netto degli interessi pagati. Perciò se l'impresa in considerazione ha preso in prestito metà del suo capitale totale (500.000\$), dovrebbe pagare 20.000 \$ per interessi attualizzati (4% del suo debito totale di 500.000 \$). Perciò, la misura del profitto ($P' = 80.000\$$) nella contabilità nazionale è il profitto attuale ($P = 100.000\$$) meno gli interessi pagati sul debito (20.000\$). Pertanto, per misurare il profitto dobbiamo aggiungere gli interessi al valore del profitto della contabilità nazionale, possiamo allora calcolare il livello del saggio del profitto-di-impresa nella maniera precedentemente discussa¹².

Secondo, è importante notare che tutti i saggi di profitto saranno saggi *reali*, cioè aggiustati per l'inflazione, se usiamo i flussi di profitto in dollari-correnti

12. Ho precedentemente affermato che lo stock al lordo dei costi correnti è la misura appropriata del capitale. Shaikh, 'Explaining the Global Economic Crisis: A Critique of Brenner', *Historical Materialism*, 5, 1999, pp. 106-7. Tuttavia questa misura non viene più stimata dalla maggior parte delle contabilità nazionali, perchè recentemente sono passate all'assunzione che i beni capitale si deprezzano geometricamente per una durata infinita. Questa assunzione è "universalmente usata per la sua semplicità nelle esposizioni della teoria [neoclassica] del capitale", nonostante il fatto che alcuni si riferiscano ad essa come "empiricamente implausibile". Charles R. Hulten, 'The Measurement of Capital', in E. R. Berndt and E. Triplett, eds., *Fifty Years of Economic Measurement: The Jubilee of the Conference of Research on Income and Wealth*, Chicago: University of Chicago Press, 1990, p. 125. Anche La "coda infinita", che si assume, causa molti pro-

al numeratore e lo stock di capitale a costi correnti (capitale misurato in termini dei suoi equivalenti a prezzi correnti) al denominatore. In questo modo sia il numeratore che il denominatore riflettono lo stesso *set* di prezzi, il che è l'essenza di una misura reale¹³. Ciò è ovvio nel caso del saggio di profitto (r) quando sia P sia K (capitale, ndt) sono a prezzi correnti, ma si applica anche al saggio del profitto-di-impresa (re) il cui numeratore è l'eccesso di profitto sul-

l'interesse equivalente ed il denominatore è lo stock di capitale di inizio anno (aggiustato) a costi correnti ($P-iK$). Misurato in questa maniera, il saggio del profitto-di-impresa:

$$re = r - i \text{ è un saggio reale}^{14}.$$

Ulteriori dettagli, derivazioni e considerazioni sulla specificità delle misure di profitto e del capitale nella contabilità nazionale sono presentate in Appendice: fonti dei dati e metodi.

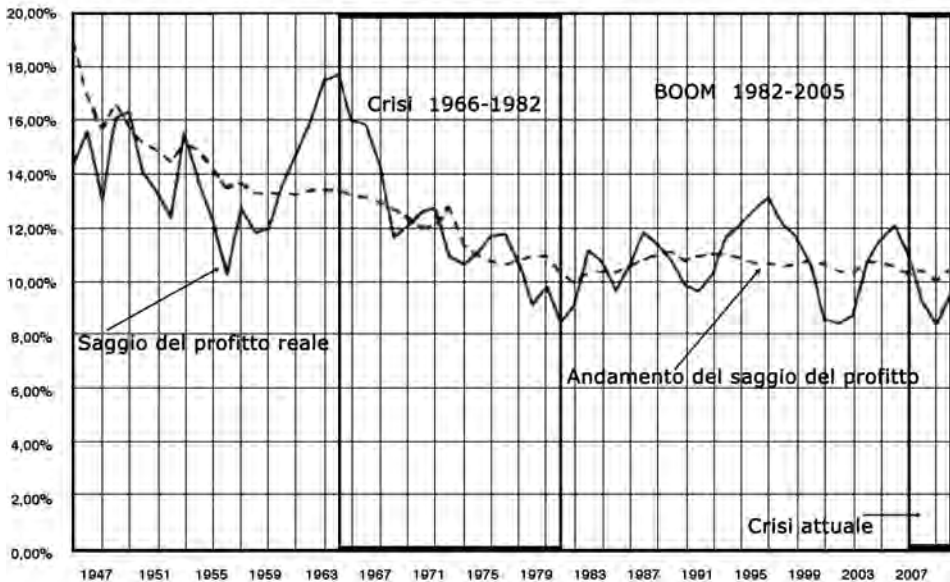
blemi. Michael J. Harper, 'The Measurement of Productive Capital Stock, Capital Wealth, and Capital Services', BLS Working Paper No. 128, US Bureau of Labor Statistics, 1982, pp. 10, 30. L'assunzione di un periodo di vita infinito rende impossibile calcolare lo stock lordo perchè essa si basa sull'uso di una specifica prospettiva di vita di beni capitale individuali. In un lavoro che verrà pubblicato prossimamente mostrerò come le grandi misurazioni dello stock possono essere rilevate combinando l'informazione precedentemente disponibile sul periodo di vita di particolari beni capitale con regole derivate in maniera nuova per il comportamento degli stock di capitale aggregati. Queste nuove misure dello stock di capitale cambiano l'andamento del saggio di profitto osservato nel periodo 1947-1982, tuttavia hanno soltanto un impatto limitato sull'andamento dal 1982 in avanti che sono all'attenzione di questo working paper.

13. Il saggio di profitto è per definizione il rapporto tra grandezze in denaro. Perciò possiamo scriverlo come $r = P/K$ dove sia il profitto P che il capitale K sono misurati ai prezzi correnti. In alternativa, possiamo deflazionare il denominatore tramite l'indice dei prezzi del capitale P_k per volgere il capitale a costi-correnti K in $Kr = K / P_k$, lo stock di capitale reale (aggiustato per l'inflazione). Per preservare l'omogeneità dimensionale nel rapporto dobbiamo allora deflazionare anche il numeratore con P_k per volgere il profitto nominale P in $Pr = P / P_k$, la massa del profitto reale misurata in termini del suo potere di acquisto sul capitale. Il rapporto fra due misure reali è ancora una volta r .

14. Nella misurazione del saggio del profitto-di-impresa non stiamo facendo assunzioni circa la determinazione del tasso nominale di interesse. L'ipotesi neoclassica standard di Fisher è che il tasso reale di interesse (ir) è definito come la differenza tra il tasso di interesse nominale ed un certo tasso di inflazione atteso da un investitore rappresentativo (Pe). Sulla base dell'ulteriore assunzione che il tasso di interesse reale sia determinato esogenamente, ciò implica che il tasso di interesse nominale segue il tasso (atteso) di inflazione, ma sulla base dell'ipotesi di aspettative razionali, il tasso atteso di inflazione seguirà il tasso corrente di inflazione. Perciò l'argomentazione si riduce all'ipotesi che il tasso nominale di interesse segua il tasso di inflazione – una proposizione che è stata così ampiamente smentita e che sopravvive solo nei libri di testo. Pierluigi Ciocca e Giangiacomo Nardozzi, *The High Price of Money: An Interpretation of World Interest Rates*, Oxford: Clarendon Press, 1996, p. 34. La scoperta opposta, conosciuta sin dai tempi di Tooke e Marx, riscoperta da Gibson e rimarcata poi da Keynes, è che il tasso di interesse dipende dal livello dei prezzi piuttosto che dal suo tasso di cambiamento. Questa osservazione ha mostrato per lo più di essere così sconcertante per l'ortodossia che viene ora indicata con il termine "Paradosso di Gibson". J. Huston McCulloch, *Money & Inflation: A Monetarist Approach*, New York: Academic Press, 1982, pp. 47-49.

Grafico 1

Saggio del profitto delle Corporation non Finanziarie Usa 1947-2008.



Con questi strumenti nelle nostre mani, ci volgiamo all'analisi degli eventi che hanno portato alla crisi attuale. In primo luogo i movimenti del saggio di profitto.

CARATTERISTICHE POSTBELLICHE DELL'ACCUMULAZIONE NEGLI USA

Il saggio generale di profitto

Il grafico 1 mostra il saggio di profitto per le imprese non finanziarie statunitensi, che è il rapporto fra i loro profitti *prima* degli interessi e delle tasse e i costi ad inizio anno degli impianti ed equipaggiamenti. Viene mostrato anche il trend del saggio di profitto. Come spiegato in precedenza, abbiamo bisogno di una misura del profitto prima del pagamento degli interessi perchè poi faremo una comparazione di questo

ammontare con l'interesse equivalente sullo stesso stock di capitale per derivare il profitto-di-impresa.

Poichè i profitti resi noti dalle imprese non finanziarie sono al netto del pagamento degli interessi, aggiungiamo questo secondo ammontare ai loro profitti dichiarati. Questa misura allargata del profitto delle corporation non finanziarie ingloba una parte dei profitti delle corporation finanziarie, poiché queste ultime derivano i loro utili dal pagamento degli interessi. Osserviamo che il saggio del profitto è soggetto a molte fluttuazioni e può essere fortemente influenzato nel breve periodo da particolari eventi storici. Per esempio, il grande aumento del saggio di profitto negli anni '60 riflette la contemporanea escalation della guerra del Vietnam. Le guerre di solito sono positive per la profittabilità, almeno nelle prime fasi.

Il trend aggiustato del saggio di profitto, anch'esso mostrato nel grafico 1, viene rappresentato in modo da distinguere tra i fattori strutturali del saggio di profitto e le fluttuazioni di breve periodo che sorgono da eventi congiunturali come la guerra del Vietnam. Vediamo che il trend del saggio di profitto è inclinato verso il basso per 35 anni, ma in seguito si è stabilizzato. La domanda è: che cosa ha determinato l'inversione di questa tendenza?

Produttività e salari reali

Il grafico 2 ci offre l'indizio principale. Mostra la relazione tra produttività oraria e compenso orario reale (salari reali) nel settore delle imprese U.S.A dal

1947 al 2008. I salari reali tendono a crescere più lentamente rispetto alla produttività, cioè il tasso di sfruttamento tende ad aumentare.

Ma a cominciare dall'era Reagan, negli anni '80, la crescita dei salari reali rallentò in maniera considerevole e ciò risulta evidente se confrontiamo i salari reali attuali, a partire dal 1980, con l'andamento che essi avrebbero seguito se avessero mantenuto il rapporto con la produttività del periodo postbellico.

Questa divaricazione dal trend fu realizzata grazie ad un attacco concertato al lavoro in questo periodo. Vedremo che il suo impatto sul saggio di profitto è stato drammatico, perchè la retribuzione dei dipendenti è un fattore importante rispetto al profitto.

Grafico 2

Salari reali e produttività nel Settore delle Imprese Usa 1947-2008.

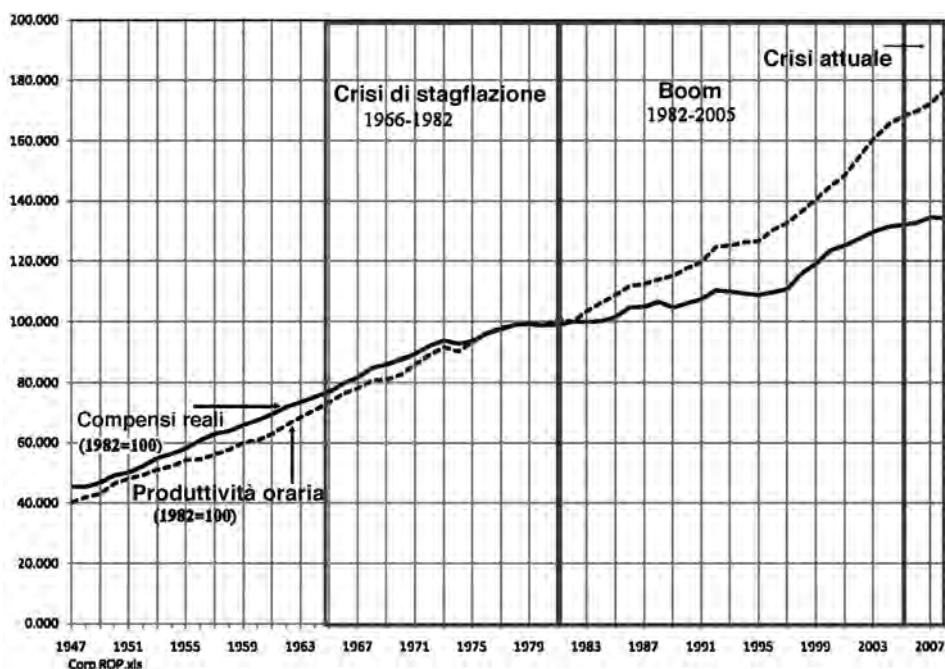
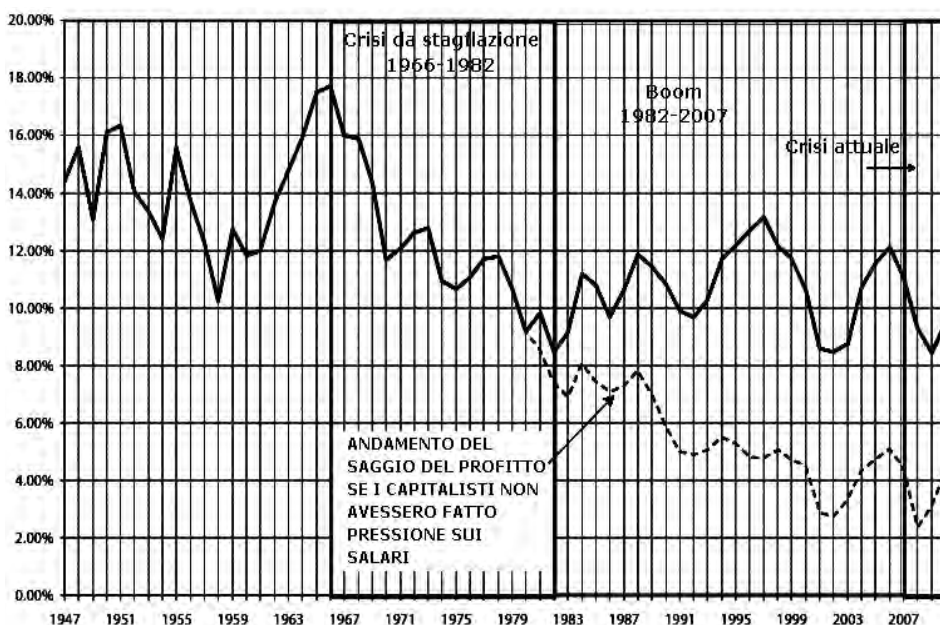


Grafico 3

Saggio del profitto effettivo e controfattuale delle corporation nonfinanziarie Usa. 1947-2009.

(Il saggio controfattuale è calcolato nell'ipotesi che i salari reali avessero continuato, nel loro andamento, come nel dopoguerra.)



L'impatto sulla profittabilità della compressione della crescita dei salari reali

Nel grafico 3 risulta evidente il forte impatto che l'eliminazione della crescita del salario reale ha avuto sui profitti. Essa mostra il saggio di profitto attuale così come l'andamento controfattuale che avrebbe seguito se i salari reali delle imprese non finanziarie avessero mantenuto il rapporto con la produttività del periodo postbellico.

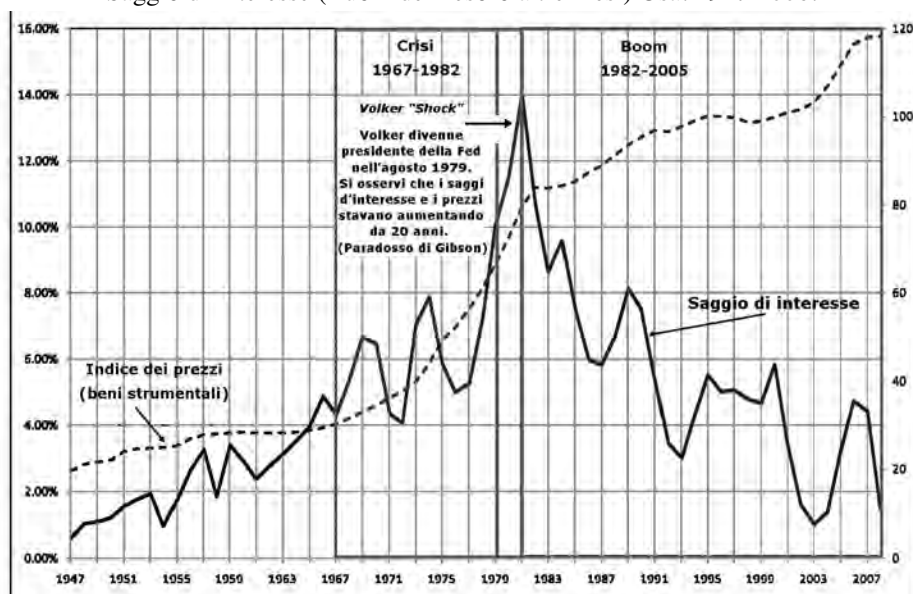
La repressione diretta contro il lavoro che cominciò nell'era di Reagan ebbe uno scopo ben preciso: alimentò il boom dell'ultima parte del XX secolo.

La caduta straordinaria dei tassi di interesse

Abbiamo appena visto come la caduta del saggio di profitto venne sospesa tramite un rallentamento senza precedenti nella crescita dei salari reali, ma questa è soltanto una parte della spiegazione per il grande boom iniziato negli anni '80. All'inizio del mio saggio ho sottolineato come l'accumulazione capitalista sia guidata dalla differenza tra il saggio di profitto e il tasso di interesse, cioè dal saggio del profitto-di-impresa. Ed è qui che troviamo l'altra chiave di lettura del grande boom: la straordinaria caduta dei tassi di interesse iniziata più o meno nello stesso periodo.

Grafico 4

Saggio di Interesse (Buoni del Tesoro a tre mesi) Usa. 1947-2008.



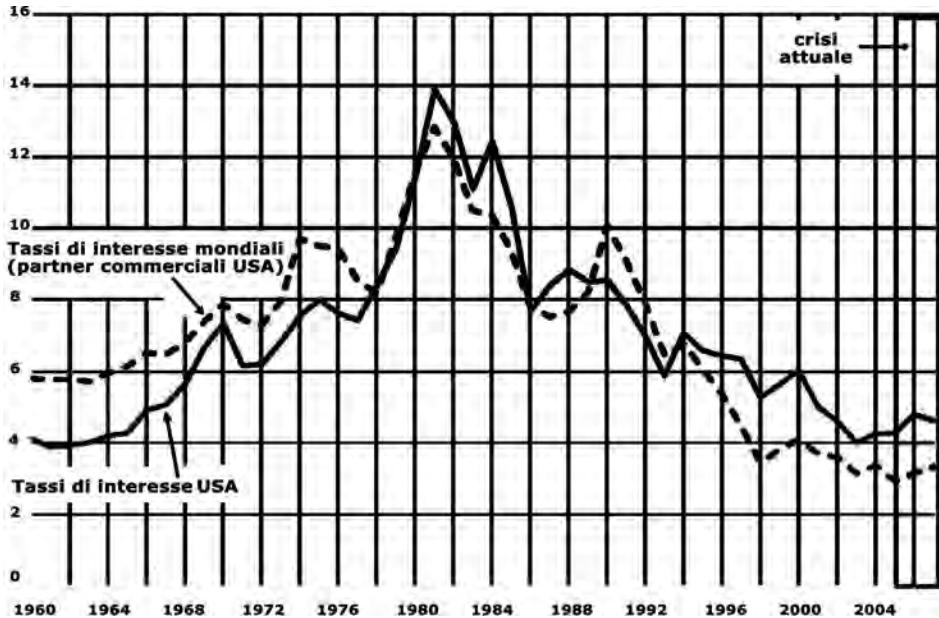
Il grafico 4 mostra il tasso di interesse a 3 mesi dei Buoni del Tesoro negli Usa e l'indice dei prezzi per i beni capitale (pk), rappresentato con una linea tratteggiata. Nella prima fase, dal 1947 al 1981, tale tasso di interesse è salito di 24 volte, dallo 0.59% nel 1947 al 14.03% nel 1981. Nella seconda fase, dal 1981 in poi, è caduto pesan-

temente delle stesse dimensioni, passando dal 14.03% ad un mero 0.16% nel 2009. Al fine di distinguere le influenze sul mercato degli interventi di politica monetaria sarebbe necessario discutere la teoria dei tassi di interesse determinati competitivamente, il che non è possibile nello spazio di questo saggio¹⁵.

15. Per valutare fino a che punto i movimenti sostenuti del tasso di interesse siano stati guidati dalle politiche, sarebbe necessario sviluppare una teoria adeguata dei fattori competitivi di questa variabile. Una tale teoria è possibile, ma va oltre l'estensione del presente saggio. È sufficiente dire che il tasso di interesse sarebbe collegato al livello dei prezzi e ai costi bancari. Dal lato dei prezzi, spiegherebbe la struttura che domina la fase 1947-1981, nella quale il tasso di interesse nominale sale insieme al livello dei prezzi (come nel "paradosso di Gibson"). Essa permetterebbe anche interventi politici, come il c.d. "Volcker Shock" che aumentò il tasso di interesse dal 10.4% al 14.03% nel 1981. Merita di essere ricordato che P. Volcker divenne presidente della FED americana soltanto nell'Agosto 1979, quando i tassi di interesse stavano crescendo insieme al livello dei prezzi per 3 decenni. Dal lato dei costi, una tale teoria spiegherebbe come il tasso di interesse possa cadere in relazione al livello dei prezzi quando iniziano a diminuire i costi bancari, e potrebbe perfino cadere in termini assoluti nonostante un livello crescente dei prezzi – come è avvenuto dal 1981 in avanti. Soltanto allora potremmo giudicare le influenze relative delle forze di mercato e della politica sul movimento postbellico dei tassi di interesse.

Grafico 5

Tassi di interesse Usa e del mondo (partner commerciali Usa).



In ogni caso, qualsiasi fossero i pesi relativi dei fattori di mercato e delle decisioni politiche, la lunga crescita e la susseguente caduta di lungo periodo del tasso di interesse era evidente anche nei maggiori paesi capitalisti. Il grafico 5 mostra tale fenomeno attraverso il confronto tra il tasso di interesse Usa e il tasso medio di interesse dei paesi partner commerciali degli Stati Uniti. Tra le altre cose, ciò dimostra che le dinamiche osservate negli Usa erano caratteristiche di tutte le aree capitaliste.

Il saggio del profitto-di-impresa e il grande boom dopo il 1980

Possiamo ora mettere insieme tutti questi elementi. La differenza tra il saggio generale di profitto (misurato al lordo dell'interesse) e il tasso di interesse

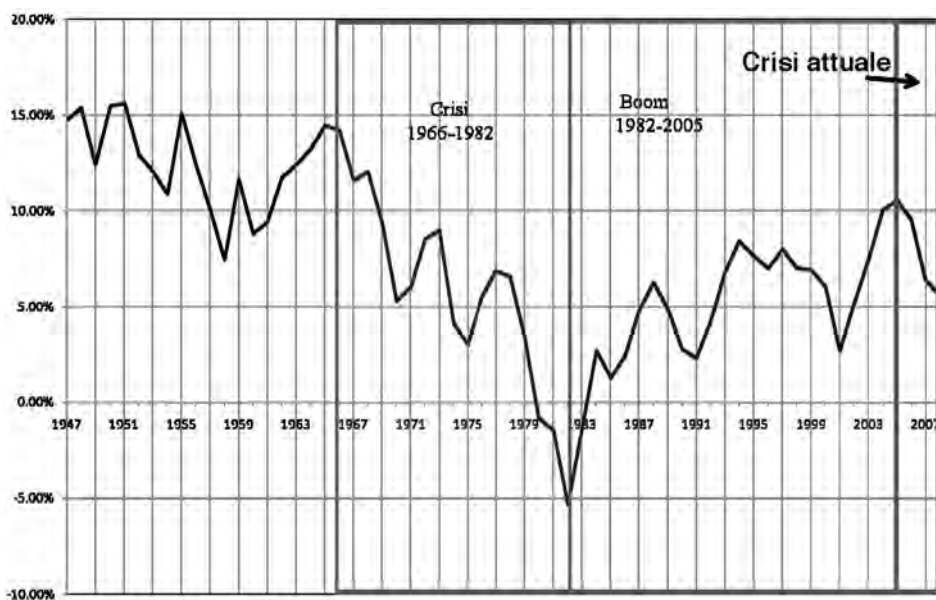
è il saggio del profitto-di-impresa. Questo costituisce la guida fondamentale dell'accumulazione, la radice materiale degli "animal spirits" del capitale industriale. Il grafico 3 mostrava che il saggio generale di profitto si è ripreso dal crollo di lungo periodo grazie all'attacco concertato al lavoro che dopo il 1982 provocò una crescita sempre più modesta dei salari reali rispetto al passato.

I grafici 4-5 hanno mostrato come il tasso di interesse cadde profondamente dopo il 1982. Il grafico 6 mostra che l'effetto di questi due movimenti, che non ha precedenti nella storia, ha prodotto un'aumento considerevole del saggio del profitto-di-impresa. *Questo* è il segreto del grande boom che cominciò negli anni 1980.

Il grande boom fu estremamente contraddittorio. La caduta fenomenale dei

Grafico 6

Saggio del profitto d'impresa: Corporations non Finanziarie Usa 1947-2008.



tassi di interesse scatenò un'orgia di prestiti e gli oneri del debito nel settore si ingigantirono.

Alle famiglie, i cui redditi reali erano stati compressi dal rallentamento della crescita dei salari reali, furono offerti prestiti perfino più convenienti per mantenere l'aumento dei consumi. Di conseguenza, come mostrato nel grafico 7, il rapporto fra debiti delle famiglie e redditi crebbe enormemente negli anni '80.

Inoltre, una volta che il tasso di interesse era sceso fino a zero (attualmente è allo 0,0017, ossia 0.17%) in tali condizioni non si poteva andare più da nessuna parte. Certo, il gap tra questo tasso di base e il tasso al quale le aziende o i consumatori prendono a prestito (il tasso primario, il tasso sui mutui) potrebbe essere ulteriormente compresso dallo stato, ma questo gap è la fonte del profitto del settore finanziario, che prende a pre-

stito al primo tasso e presta a quell'altro. Perciò, le possibilità di restringere il gap sono limitate.

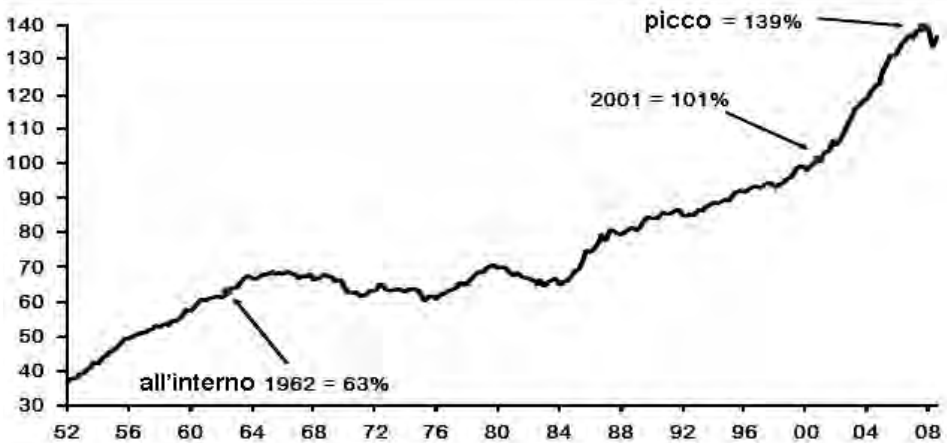
Ma allora cosa può accadere se aumenta il rapporto fra debito e reddito? Dopo tutto, se indebitarsi è più economico, uno si può permettere di indebitarsi di più senza incorrere in un maggiore servizio sul debito (la somma di ammortamenti e interessi in rapporto al reddito). In effetti, come mostrato nel grafico 8, mentre il rapporto del debito sul reddito è cresciuto stabilmente negli anni '80, il corrispondente rapporto fra servizio sul debito e reddito rimase all'interno di un intervallo piuttosto ristretto: le famiglie si stavano indebitando maggiormente ma i loro pagamenti mensili non aumentavano così tanto.

Ma negli anni '90, mentre il debito continuava ad aumentare, anche il servizio del debito cominciò a crescere. Per il

Grafico 7

Rapporto (percentuale) fra debiti e redditi delle famiglie.

Il rapporto debiti-redditi negli ultimi sette anni è aumentato come negli ultimi 39 anni.



2007 l'ondata del debito ha toccato il suo picco storico, e poi è sceso rapidamente nel 2008 poiché il debito diminuì perfino più rapidamente dei redditi negli spasmi della crisi ancora in corso.

Ciò solleva un punto importante. Dal lato dei lavoratori, il declino del tasso di interesse incoraggiò un indebitamento sempre maggiore delle famiglie; il che per un periodo le aiutò a mantenere il

Grafico 8

Rapporto tra Debito delle famiglie e Servizi sul debito.

Il rapporto debito-servizio si mantiene il livello più elevato di tutti i tempi.



loro standard di vita nonostante il rallentamento dei salari reali. Da un punto di vista macroeconomico la conseguente ondata di consumo delle famiglie aggiunse benzina al boom la cui spinta primaria venne dalla fenomenale caduta dei tassi di interesse e dell'egualmente incredibile caduta dei salari reali rispetto alla produttività (crescita del tasso di sfruttamento), che insieme incrementarono enormemente il saggio del profitto-di-impresa. Le due variabili giocarono differenti ruoli su differenti fronti. Ma i dadi erano truccati.

LEZIONI DALLA GRANDE DEPRESSIONE DEGLI ANNI TRENTA

Quando la crisi attuale è peggiorata, i governi di tutto il mondo si sono dati da fare per salvare banche e aziende che fallivano, spesso immettendo, durante questa fase, enormi somme di nuovo denaro. Tutti i paesi avanzati hanno i cosiddetti "stabilizzatori automatici", come gli ammortizzatori per la disoccupazione e le spese di welfare, che si manifestano durante una recessione. Ma questi sono pensati per una depressione, non per una recessione. I governi sono stati tutt'altro che entusiasti riguardo al creare nuove forme di spesa per aiutare direttamente i lavoratori, perfino sulla questione del deficit spending esiste sicuramente una profonda divisione tra due diversi schieramenti politici. Tali divisioni sono emerse chiaramente agli incontri del G-20 recentemente conclusosi a Toronto nel Giugno 2010. Da un lato vi era l'ortodossia, che spingeva per l' "austerità", una parola in codice che significa una riduzione delle spese sanitarie, dell'istruzione, del welfare e di altre spese a

sostegno del lavoro. J. C. Trichet, presidente della Banca Centrale Europea, in questi incontri ha affermato: "l'idea che le misure di austerità possano provocare una stagnazione è sbagliata". "I governi non dovrebbero dipendere dal prestito come se fosse una soluzione rapida per stimolare la domanda... il deficit spending non può diventare una condizione permanente delle politiche" ha detto il ministro delle finanze tedesco Wolfgang Schauble. Parte della motivazione per questa posizione nasce da una fede nella nozione propria dell'economia ortodossa: i mercati sono quasi perfetti e rapidi nel riprendersi. Dopo tutto, il saggio del profitto-di-impresa del settore non finanziario nel grafico 6 mostra un deciso rialzo nel 2010, e per alcune banche di investimento il denaro è stato come il petrolio nel Golfo del Messico: aspettavano solo di fare la cresta.

Nel primo trimestre del 2010 Goldman Sachs ha guadagnato 3,3 miliardi di dollari, il doppio dell'anno precedente, rendendolo il secondo più profittevole trimestre da quando i dati sono diventati pubblici nel 1999. Alla luce dell'ottimistica teoria ortodossa, questo suggerisce che stanno per giungere di nuovo giorni felici. Inoltre i banchieri centrali europei conservano ricordi brucianti della iperinflazione tedesca finanziata dal debito degli anni '20 e le conseguenze sociali e politiche che ne seguirono. Infine, c'è la questione pratica dei benefici potenziali per il capitale europeo garantiti dai programmi di austerità. La forza lavoro europea è sopravvissuta all'era neoliberista in modo migliore rispetto a quella statunitense e britannica e, come dimostrarono Reagan e la Thatcher, una crisi offre

una magnifica scusa per un attacco al lavoro. Da questo punto di vista la possibilità che l'austerità possa rendere le cose peggiori per la maggior parte della popolazione è un rischio accettabile se indebolisce una forza lavoro che in precedenza era resistente.

Il versante americano ai meeting del G-20 ha espresso una serie di preoccupazioni. Solo negli Usa, la ricchezza delle famiglie è già crollata di migliaia di miliardi di dollari e le nuove vendite di case sono sotto i livelli del 1981. Inoltre, l'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO) ha recentemente messo in guardia riguardo al fatto che è in vista "una prolungata e pesante" crisi globale del lavoro – una cosa che deve essere presa molto seriamente da un potere imperiale già impantanato in svariate guerre ed in "azioni di polizia" globale. Infine, anche qui c'è una questione storica critica. Il presidente Barack Obama ha sollecitato i leader europei a ripensare la loro posizione, dicendo che dovrebbero *"imparare dai gravissimi errori del passato quando le politiche di stimolo furono abbandonate troppo presto portando a rinnovate difficoltà e recessione"*¹⁶.

I "gravissimi errori" ai quali Obama si riferiva avevano a che fare con gli eventi degli anni '30. La Grande

Depressione, innescata dal crollo del mercato azionario, portò dal 1929 al 1932 ad un grave calo nella produzione e ad una crescita decisa della disoccupazione, ma durante i successivi 4 anni la produzione crebbe di quasi il 50%. Certamente, nel 1936 la produzione stava crescendo ad un fenomenale 13%, ma il guaio era che negli stessi 4 anni il bilancio federale andò in deficit di quasi il 5%. Perciò nel 1937 l'amministrazione Roosevelt incrementò le tasse e tagliò decisamente la spesa statale¹⁷. Il Pil reale cadde immediatamente e la disoccupazione crebbe ancora una volta. Riconoscendo il suo errore, il governo tornò velocemente sui suoi passi e nel 1938 aumentò in maniera considerevole la spesa pubblica e il deficit così nel 1939 la produzione crebbe dell'8%. È stato solo allora che gli Usa cominciarono a prepararsi ad una guerra che era nell'aria e nella quale vennero completamente impegnati soltanto nel 1942.

Il grafico 9 descrive il tasso di crescita durante questi anni critici.

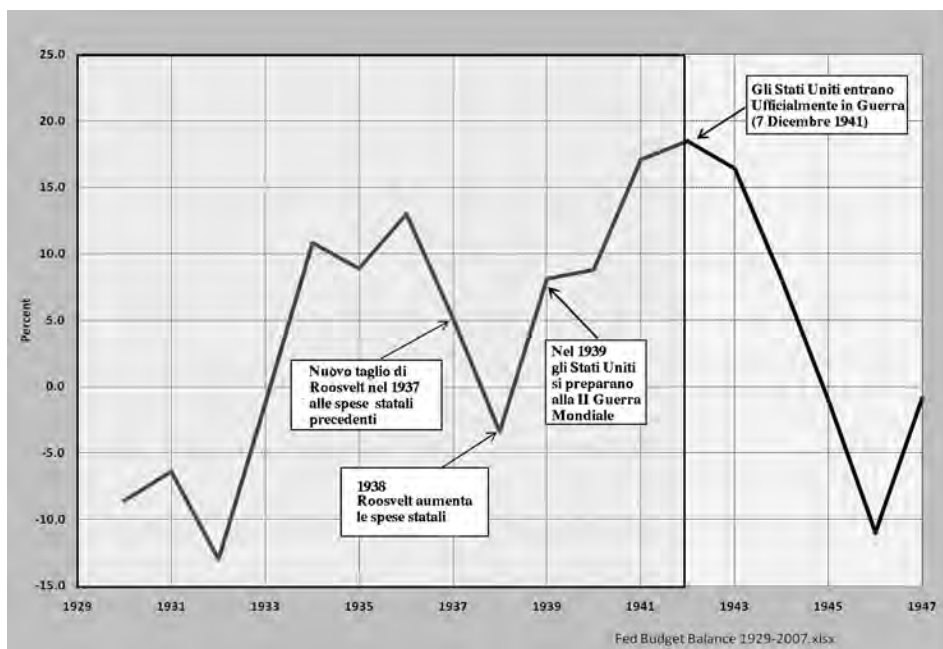
Vi sono molte lezioni che possono essere prese da questi episodi.

Primo, tagliare la spesa pubblica durante una crisi sarebbe un "errore madornale", e questa è l'argomentazione di Obama.

16. È stato aggiunto il corsivo alla citazione di Obama. Tutte le citazioni sono dal report: 'G20 Summit: An Economic Clash of Civilizations', *The Christian Science Monitor*, 25 June 2010.

17. "Roosevelt e i falchi dell'inflazione di quel tempo erano determinati a far scoppiare quella che essi vedevano come una bolla del mercato azionario e stroncare l'inflazione sul nascere. L'equilibrio di bilancio è stato un passo importante in tal senso, ma lo era anche la politica della Federal Reserve, che nel 1937 operò una durissima stretta attraverso requisiti di riserva più elevati per le banche, Roosevelt continuò con la stretta fiscale nonostante l'ovvia flessione dell'attività economica. Il bilancio... raggiunse virtualmente il pareggio nell'anno fiscale 1938... il risultato fu una pesante ricaduta economica, con il Pil che crollava e la disoccupazione che cresceva". Bruce Bartlett, 'Is Obama Repeating the Mistake of 1937?', *Capital Gains and Games Blog*, 25 January 2010, disponibile su: <http://www.capitalgainsandgames.com>

Grafico 9
Crescita del Pil reale Usa 1929-1947.



Secondo, è assolutamente chiaro che l'economia cominciò a riprendersi nel 1933 e, a parte il passo falso dell'amministrazione nel tagliare la spesa pubblica nel 1937, continuò così fino alla preparazione Usa per la II^o Guerra mondiale nel 1939 e al loro pieno ingresso nel 1942. (Pearl Harbor fu il 7 Dicembre 1941).

È pertanto sbagliato attribuire la ripresa, iniziata nove anni prima delle guerra, alla guerra stessa. La guerra stimolò ulteriormente la produzione e l'occupazione.

Terzo, è nondimeno corretto dire che la spesa pubblica (in tempo di pace) giocò un ruolo cruciale nell'accelerare la ripresa.

Quarto, la spesa pubblica che venne impegnata non andò direttamente a favorire l'acquisto di beni e servizi ma fu anche diretta verso l'occupazione attraverso la realizzazione di servizi pubblici. Per esempio, la sola Work Projects Administration (WPA)¹⁸ diede lavoro a milioni di persone nelle costruzioni pubbliche, nelle arti, nell'insegnamento e nel sostegno alla povertà.

18. La Works Progress Administration era l'agenzia più importante del New Deal che occupava milioni di operai non specializzati indirizzati verso la realizzazione di opere pubbliche, come edifici pubblici, strade e nel settore culturale. Nel 1938 l'agenzia raggiunse il picco di tre milioni di lavoratori occupati. Tra il 1935 ed il 1941 garantì l'occupazione ad otto milioni di disoccupati. L'agenzia venne chiusa il 30 giugno 1943. (Nota redazionale).

ALCUNE IMPLICAZIONI POLITICHE PER IL PERIODO ATTUALE

La spesa pubblica può fortemente stimolare l'economia, cosa evidente durante i tempi di guerra che sono molto spesso accompagnati da una massiccia spesa pubblica finanziata in deficit. Durante la Seconda Guerra Mondiale, per esempio nel periodo 1943-1945, gli Stati Uniti raggiunsero deficit di bilancio che erano in media del 25%. Per contrasto, oggi il deficit di bilancio, nel secondo trimestre del 2010, è meno dell'11%. In ogni caso, è importante notare che la guerra è una forma particolare di mobilitazione della società utile per incrementare la produzione e l'occupazione. In tali momenti, una parte dell'occupazione risultante è derivata dalla domanda di armi e di altri beni e servizi di supporto e dalla domanda per altri fattori che la guerra a sua volta genera. Ma altra cosa è l'occupazione diretta nelle forze armate, nell'amministrazione statale, nella sicurezza, nel mantenimento e riparazione delle strutture pubbliche e private, etc. Perciò perfino durante una guerra dobbiamo distinguere fra due differenti forme di stimoli economici: la domanda diretta statale che stimola l'occupazione purchè le imprese non trattengano per sé la maggior parte del denaro o lo usino per ripagare il debito; e l'occupazione diretta statale che stimola la domanda a patto che le persone così impiegate non risparmino il reddito o lo usino per ripagare il debito.

Gli stessi due modelli potrebbero egualmente essere applicati alle spese in tempo di pace in una mobilitazione sociale per contrastare la crisi. Nel primo, le spese statali sono dirette verso

le imprese e le banche, con la speranza che le imprese che ne beneficiano incrementino l'occupazione. Questo è il modello keynesiano tradizionale: stimolare gli affari e far sì che i benefici ricadano sull'occupazione. Nel secondo il governo fornisce direttamente occupazione per coloro che non possono trovarla nel settore privato, e poiché questi lavoratori nuovamente impiegati spendono il proprio reddito, i benefici ricadono sulle imprese e sulle banche. Il requisito che il denaro ricevuto sia ripreso è cruciale. In ogni grande nazione del mondo sono state recentemente dirottate enormi somme di "salvataggio" verso banche e imprese non finanziarie, tuttavia tali fondi sono finiti molto spesso per essere bloccati lì: le banche ne hanno bisogno per puntellare i loro portafogli traballanti e le industrie per ripagare i debiti.

Piuttosto correttamente, nessuno considera sensato riversare questo buon denaro in una situazione in cui vi è ben poca speranza per un utile adeguato. Perciò pochissime risorse di questi massicci salvataggi sono state reinvestite. Ma se venisse adottato il secondo modello, la questione sarebbe probabilmente differente. Il reddito ricevuto da coloro che in precedenza erano disoccupati deve essere speso dato che devono pur vivere. Il secondo modello perciò ha due grandi vantaggi: creerebbe direttamente occupazione per coloro che più di tutti ne hanno bisogno; e genererebbe una ripresa considerevole per le imprese che li assumono. Che cosa impedisce allora ai governi di introdurre direttamente programmi per l'occupazione? La risposta è sicuramente perchè il capitale preferisce la modalità di incentivo all'impresa. Certo, siccome l'occupazio-

zione diretta del lavoro subordina la motivazione del profitto agli scopi sociali, viene logicamente vista come una minaccia all'ordine capitalistico – e quindi come “socialista”.

Inoltre, interferirebbe con il piano neo-liberista di fare un uso sempre maggiore di lavoro globale a basso costo, la cui esistenza non solo permette una produzione più economica all'estero ma tiene anche i salari reali sotto controllo in patria. Perciò il problema del nostro

tempo è quello di realizzare una mobilitazione sociale per combattere le conseguenze di una Grande Depressione senza essere condotti a fare delle guerre. Questa è una questione globale, perchè la disoccupazione, la povertà e il degrado ambientale sono totalmente globali. Ma le mobilitazioni, per loro natura, cominciano localmente. L'obiettivo è fare in modo che si diffondano, contro la resistenza opposta dagli interessi dei potenti e degli stati vigliacchi.

BIBLIOGRAFIA

- Bartlett Bruce (2010), 'Is Obama Repeating the Mistake of 1937?', *Capital Gains and Games Blog*, 25 January, disponibile su <http://www.capitalgainsandgames.com>.
- Braham Lewis, (2001) 'The Business Week 50', *Business Week*, 23 March.
- Ciocca Pierluigi e Nardozzi Giangiacomo, (1996) *The High Price of Money: An Interpretation of World Interest Rates*, Oxford: Clarendon Press.
- Flamant Maurice and Singer-Kerel Jeanne, (1970) *Modern Economic Crises*, London: Barrie & Jenkins, pp. 16-23.
- Capie Forrest Capie and Wood Geoffrey, (1997) 'Great Depression of 1873- 1896', in D. Glasner and T.; F. Cooley, eds., *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia* New York: Garland Publishing.
- Floyd Norris, (2010) 'Securitization Went Awry Once Before', *New York Times*, 29 January.
- Galbraith John Kenneth, (1955) *The Great Crash 1929*, Boston: Houghton Mifflin.
- Galbraith John Kenneth, (1975) *Money: Whence It Came, Where It Went*, Boston: Houghton Mifflin Company.
- 'G20 Summit: An Economic Clash of Civilizations', (2010) *The Christian Science Monitor*, 25 June.

-
- Hein Eckhard, (2004) 'Money, Credit and the Interest Rate in Marx's Economics: On the Similarities of Marx's Monetary Analysis to Post-Keynesian Analysis', *International Papers in Political Economy*, 11(2).
- Harper J.,(1982) 'The Measurement of Productive Capital Stock, Capital Wealth, and Capital Services', *BLS Working Paper*, No. 128, US Bureau of Labor Statistics.
- Hulten Charles R., (1990) 'The Measurement of Capital', in E. R. Berndt and E. Triplett, eds., *Fifty Years of Economic Measurement: The Jubilee of the Conference of Research on Income and Wealth*, Chicago: University of Chicago Press.
- Keynes John Maynard, (1976) *A Treatise on Money*, New York: Harcourt, Brace and Company, p. 148. (*Trattato della moneta*: Edizioni Feltrinelli, 1979).
- Mandel E., (1975) *Late Capitalism*, London: New Left Books.
- Marx Karl, (1967) *Capital* Volume III, New York: International Publishers. *Il Capitale*, Volume II Editori Riuniti.Roma 1974.
- McCulloch J. Huston, (1982) *Money & Inflation: A Monetarist Approach*, New York: Academic Press.
- Rumsfeld Donald, (2002) 'DoD News Briefing - Secretary Rumsfeld and Gen. Myers', *United States Department of Defense*, 12 February, disponibile su <http://www.defense.gov>
- Shaikh, Hanwar, (1983) 'The Falling Rate of Profit'; J.J. van Duijn, *The Long Wave in Economic Life*, London: Allen and Unwin.
- Shaikh Hanwar, (1987) 'The Falling Rate of Profit and the Economic Crisis in the U.S.', in R. Cherry et al., eds., *The Imperiled Economy*, New York: Union for Radical Political Economy.
- Shaikh, Hanwar, (1999) 'Explaining the Global Economic Crisis: A Critique of Brenner', *Historical Materialism*, 5.
- Smith David, (2007) 'When Catastrophe Strikes Blame a Black Swan', *The Sunday Times*, 6 May.

L'EURO E LA CRISI DELL'EUROZONA

Paolo Giussani*

L'EURO

Fin dall'inizio la cosiddetta costruzione dell'unità europea è stata di una ridicologaggine senza precedenti.

Nessuno dei ritenuti fondatori ha mai avuto un'idea sparata su cosa fare, a parte l'immane ripugnante retorica e un vago sentimento di dover mettere in piedi qualcosa per soggiacere un po' meno agli Stati Uniti. Si era partiti con la politica comune nel campo del carbone e dell'acciaio, poi estesa a un mercato commerciale unico, e quindi all'agricoltura. Ma non si aveva alcun sentore di dove e come continuare, posto che gli ostacoli a un processo di unificazione politica e statale erano talmente insormontabili che nessuno a questa ipotesi ha mai creduto neanche per scherzo. Finalmente sono arrivate la crisi e la stagflazione degli anni '70 e inizio '80, sfociate nel grande boom speculativo schiantatosi infine nello spettacolare crash della Great Recession, a folgorare gli eurocrati sulla via di Damasco: l'Europa unita è la moneta unica, e la BCE è il suo profeta!

Scoprendo questo radioso cammino davanti a sé, la vecchia Europa, che già da tempo aveva perso la ragione, con l'avvento dell'Euro è entrata nella fase

di *delirium tremens*, divenuto poi con la crisi della meravigliosa divisa comune lo stadio degenerativo finale dei supermostri, che non può lasciare scampo alcuno, come si capisce subito dai discorsi che si sentono fare in giro nel vecchio continente. Il padre dell'euro è il boom speculativo mondiale, come gli immondi interessi dell'euroautocrazia ne sono la madre. La valuta comune europea è venuta fuori nella forma di *divisa mondiale speculativa* come uno dei sottoprodotti dell'ascesa globale del capitale finanziario dalla fine degli anni '70. Denaro mondiale, con lo stesso status del dollaro, dello yen, della sterlina e di qualche altro minore, in quanto utilizzabile in tutti i tipi di transazioni internazionali e perciò in grado di fare concorrenza soprattutto al dollaro; e speculativa perché, a differenza delle altre divise mondiali, fin dall'inizio si è basata su di un (presuntivo) meccanismo automatico di rivalutazione rispetto alle altre divise mondiali fornito dalla eliminazione di un collegamento con un'amministrazione statale in grado di alterare il supposto flusso equilibrato delle emissioni monetarie per monetizzare il deficit pubblico e finanziare la spesa dei governi, come invece è per tutte le altre banche centrali.

* Milano, Gennaio 2014.

Dalla fine del sistema di Bretton Woods non esiste più una divisa che detenga il ruolo di denaro mondiale, come un tempo l'oro e poi il dollaro-oro. Di fatto la divisa più usata in questa funzione è il dollaro Usa, ma di per sé il dollaro e le altre divise superiori sono perfettamente interscambiabili nelle transazioni internazionali. Prima dell'avvento dell'euro il marco tedesco e, alquanto meno, il franco francese svolgevano limitate funzioni di denaro mondiale; assai pregevolmente, il marco possedeva anche la qualità di rivalutarsi tendenzialmente nei confronti delle altre valute mondiali ed europee¹, il che lo rendeva un ponte naturale verso la creazione di una nuova divisa, in possesso di un valore di scambio crescente come il marco ma completamente mondiale come il dollaro.

La natura, unica e neanderthalliana, dell'euro si capisce bene già dal suo processo di genesi. Se si fosse trattato di creare una nuova divisa comune da parte di un governo, di un nuovo stato

unitario o di un suo surrogato, sarebbe bastato, anzi sarebbe stato necessario fissare dei tassi di cambio fra le vecchie divise e la nuova e convertire all'istante, in un momento dato, tutte le attività e le passività, esattamente come ha fatto la Repubblica Federale quando ha abolito il marco dell'est per sostituirlo con quello occidentale al tasso di cambio di uno a uno. Proprio la circostanza che l'euro sia stato preparato da una serie di fasi preliminari, intessute di momenti tragicomici e *tutte quante fallite*², che dovevano costituire un processo forzato di convergenza monetaria fra le nazioni partecipanti per arrivare ovunque a condizioni uguali a quelle tedesche, oltre all'idiozia criminale degli eurocrati e dei governi europei, dimostra che si trattava di mettere al mondo una mostruosità di tipo nuovo, un ibrido fra il moderno denaro creditizio non convertibile delle banche centrali e il denaro-oro del secolo XIX.

La moderna banca centrale è il risultato di un lungo e tortuoso processo di

1. Nel 1971, al momento della sospensione del sistema dei cambi fissi, per un Deutsche Mark (DM) occorreavano 0.24 US\$; nel 1999, anno dell'introduzione dell'euro, il tasso di cambio col dollaro era salito a 0.55 US\$ per un DM, con un aumento complessivo di quasi il 130% in ventotto anni.

2. Il primordiale serpente monetario europeo non è mai realmente esistito. Il suo successore, Sistema Monetario Europeo (SME), è miserevolmente crollato nel 1992 a causa dell'impossibilità per le banche centrali nazionali di rifornirsi di marchi tedeschi per mantenere la parità fissata delle proprie divise. La fase successiva dell'Istituto Monetario Europeo è servita solo da introduzione alla BCE e poi all'Euro dal 1999. Nella storia del capitalismo contemporaneo *tutte* le unioni monetarie fra stati e *tutti* i sistemi di aggancio fisso di una divisa a un'altra (la dollarization, per esempio) sono completamente andati in pezzi dopo un certo tempo. Sono arrangiamenti contraddittori in cui la banca centrale della divisa più debole deve forzatamente essere in grado di disporre di riserve praticamente illimitate della divisa più forte per sostenere il cambio della propria. Ma questo implicherebbe di avere una bilancia di pagamenti in permanente surplus ossia di avere una divisa non più debole ma più forte. La *raison d'être* fondamentale delle unioni monetarie e dei currency peg è l'attrazione di capitali speculativi ma spesso l'effetto è quello opposto, la fuoriuscita netta di capitali verso le nazioni con le monete più forti, massimamente Wall Street, nonché la distruzione della finanza e dell'economie locali quando i capitali entrati invertono il loro movimento tirandosene dietro molti altri.

trasformazione, e non è certo per un caso che oggi sia fatta come è fatta. All'inizio della sua storia era una semplice banca di sconto per le banche commerciali, generalizzando questa funzione è divenuta una banca di emissione e quindi la banca del governo. Come tale deteneva tutte le risorse monetarie in ultima istanza della società e il denaro creditizio da essa emesso aveva accettabilità generale, almeno nella sfera nazionale. A questo stadio, che è quello della Bank of England studiata da Marx, la forza della banca centrale non stava tanto nel suo rapporto con il governo ma nel fatto che possedeva il monopolio delle riserve monetarie (auree) sociali e garantiva la convertibilità del denaro creditizio da essa emesso.

Mano a mano che il capitalismo si sviluppava, i fondi di ammortamento e accumulazione di capitale fisso si accrescevano relativamente alla produzione sociale estendendo il peso e il ruolo dei depositi fino a generalizzarli come mezzo di circolazione e pagamento, anche le crisi monetarie diventavano più difficili e pericolose da gestire, tanto da comportare continue sospensioni temporanee della convertibilità del denaro della banca centrale, fino alla sospensione definitiva, determinata dalla crisi più grave di tutte, la depressione degli anni

'30, e poi dalle esigenze della guerra. A questo punto, la banca centrale ha cessato di essere una banca in senso proprio per convertirsi in uno speciale ramo del governo che cerca di imitare in qualche modo le funzioni di una banca centrale tradizionale.

La caratteristica peculiare della banca centrale moderna è l'inconvertibilità del suo denaro creditizio che diventa così denaro in ultima istanza e può, quindi, venire emesso in quantità teoricamente illimitate.

Un'entità dotata di un simile potere magico non può esistere di per sé perché nessuno la accetterebbe e perciò ha assoluta necessità di poggiare sul fondamento dello stato. Ma, siccome la creazione monetaria non può essere arbitraria, pena la distruzione delle funzioni del denaro e il blocco della circolazione del capitale e del reddito, ecco che sopravviene la *fictio juris* per cui la banca centrale moderna deve dopotutto funzionare come una banca e pertanto essere autonoma dal potere esecutivo e legislativo³. Che la banca centrale non sia una banca è dimostrato dalla circostanza che il suo denaro nella forma liquida (banconote della banca centrale) non costituisce una passività di nessuno mentre qualsiasi denaro creditizio emesso da una banca è per forza di cose una passività che

3. La trasformazione della banca centrale in un ramo del governo e la nazionalizzazione del denaro, anche se non è possibile in tutte le sue funzioni, sono il punto di arrivo dell'evoluzione del sistema monetario. Osservando le cose oggi, cioè alla fine del processo, qualcuno le scambia per il punto di partenza, come se il denaro fosse una creazione dello stato che è intervenuto dall'esterno dei rapporti economici a creare l'economia mercantile, prima inesistente, in cui i prodotti non valgono come tali ma come merci e valori di scambio. Quest'idea non riguarda solo il passato storico ma è ricca di conseguenze soprattutto sul presente. Non potendo essere lo stato un demiurgo ex-machina la sua azione non potrà creare proprio niente e anzi avrà limiti alquanto più circoscritti e conseguenze piuttosto differenti di quelle immaginate dai vari partiti teorici monetari postkeynesiani: chartalists, functional finance e modern money theory.

deve prima o poi essere riassorbita. Sotto questo aspetto il denaro della banca centrale è dello stesso tipo di quello emesso direttamente dallo stato nel regime di corso forzoso, che non è denaro creditizio e che appartiene ad epoche molto più primitive quando il sistema creditizio non era ancora completamente sviluppato, ma è diverso dal denaro statale quando viene emesso sotto forma di credito alle banche *se e quando deve tornare al punto di partenza*, cosa che non è automatica.

Le funzioni della banca centrale in quanto ibrido fra governo e banca sono assolutamente essenziali per il mantenimento del capitalismo moderno dato che la sua fisiologia non può reggersi da sé. I *laduatores temporis acti* che protestano contro gli arbitri del fiat money emesso dalla banca centrale sono solo dei pazzi scatenati che non hanno la minima cognizione della storia del credito e del sistema monetario, non capiscono nel modo più completo che l'estensione e universalizzazione del credito e del deposito bancario come mezzo di circolazione e pagamento e il tendenziale rallentamento storico dell'accumulazione richiedono nel modo più stringente l'esistenza di un'istituzione in grado di provvedere denaro creditizio istantaneamente e senza limiti di sorta, e semplicemente sognano come dei mentecatti di tornare ai tempi di Rossella O'Hara se non a quelli dei banchieri senesi del re Filippo il Bello.

La Banca Centrale Europea (BCE), da cui dipende l'esistenza dell'euro, è in un certo modo un tentativo di ritornare ai bei dì che furono, non già per un amore english style del fingere di vivere nel passato ma per cercare di sfruttare in qualche modo il lungo

boom speculativo e fondarci sopra un'euro-autocrazia indipendente dagli apparati legislativi e pubblici delle nazioni europee. Non è un ibrido fra banca e governo ma detiene i medesimi poteri di questo ibrido giacché emette denaro creditizio *inconvertibile*, cosa che nessuna banca centrale nella storia ha mai potuto fare se non in forza del rapporto diretto ed esclusivo con il governo e il ministero del Tesoro.

Tuttavia uno status di questo tipo è indispensabile se si desidera togliere di mezzo la possibilità di finanziamento diretto delle spese dello stato da parte della banca centrale e si ritiene che il tasso di cambio di una divisa sia inversamente correlato al grado di monetizzazione del debito pubblico. Ma l'unica possibilità per cui il rapporto fra la banca centrale e l'amministrazione dello stato manca è perché manca anche lo stato stesso, ma uno stato può non esistere, in un caso del genere, solo perché al suo posto di stati ce n'è più di uno magari in concorrenza reciproca, da nessuno dei quali la banca centrale promana e dipende. È in questo modo che la BCE è venuta fuori non come una vera banca centrale ma solo come banca centrale di un insieme di banche centrali nazionali (BCN), le vecchie banche centrali degli stati europei che formano il Sistema delle Banche Centrali Europee (SBCE), tenuto insieme dall'esistenza dell'euro che è una collezione di divise con lo stesso nome ossia che si cambiano al tasso fisso di uno a uno.

Le BCN non sono istituzioni europee ma nazionali che appartengono ciascuna al proprio stato, possono finanziare le proprie banche commerciali, che formano sistemi bancari nazionali, ma

ovviamente non il proprio governo, cosa che può essere fatta solo attraverso la BCE e soltanto indirettamente di straforo agendo sul mercato secondario dei titoli pubblici.

Tutto questo vale a mostrare che, propriamente parlando, l'euro come denaro comune all'eurozona di fatto *non esiste*. Esistono l'euro emesso dalla BCE e tanti euro nazionali quanti sono gli stati membri dell'eurozona, costretti assieme esclusivamente dall'esistenza e dall'azione della BCE in uno stato di disgregazione latente. Fintantoché non succede nulla e nessuna crisi si affaccia all'orizzonte, la differenza di funzionamento fra questo sistema e quello di una normale banca centrale, come la Federal Reserve o la Bank of Japan, non si nota. Dal 2008 in poi, però, la differenza si è notata, e non certo poco.

LA CRISI GENERALE

La causa della crisi generale esplosa nel 2007-2008 sta nella contraddizione fra l'allargamento dell'indebitamento e l'andamento dei redditi. L'accumulazione di debito privato, senza precedenti nella storia, è a sua volta un corollario dell'espansione del capitale monetario impiegato speculativamente – anche questa, anzi *soprattutto* questa, detentrica del record storico mondiale senza tema di avversario alcuno – cominciata verso l'inizio degli anni '80 e ancora in corso, malgrado il tremendo

colpo ricevuto. Naturalmente bisognerebbe proseguire spiegando l'emergere di un fenomeno di tale portata storica, che ha le sue radici nella crisi e nella stagflation degli anni '70 e inizio '80, ma questo ci porterebbe fuori dal seminato di questo lavoro, ed è necessario lasciarlo per un'altra volta.

La crisi del 2007-2008⁴ si è generalizzata su scala globale in un tempo fulmineo ed è consistita nel fallimento a catena di una quota consistente delle maggiori finanziarie e banche commerciali del pianeta che ha arrestato di fatto il sistema creditizio e finanziario mondiale, fatto che non ha nessun antecedente storico. L'estensione al settore cosiddetto reale è stata immediata perché il fallimento delle banche comporta la distruzione dei depositi e degli attivi del money market e quindi l'eliminazione dei mezzi di circolazione e pagamento delle aziende del settore non-finanziario. Il primo e più violentemente investito è stato il commercio internazionale, sceso a zero in un amen, perché è l'unica sfera commerciale rimasta che in parte dipende ancora dal tipo classico di sconto bancario e che non dispone del trade credit diretto fra i capitali industriali e commerciali.

L'unica via di uscita, applicata su scala mai vista prima, più rapidamente in Stati Uniti, Giappone e Regno Unito, con riluttanza e discordie dai fetenti bradipsichici dell'eurozona, è stata quella di convertire parte del debito del settore finanziario in debito dei governi

4. Tutti sanno che la crisi è stata introdotta dal crollo dei mutui subprime americani. Molti hanno enfatizzato questa circostanza che però ha importanza minima. I subprime hanno svolto unicamente la funzione relativamente casuale di detonatore, che mille altri fattori in gioco potevano (e potranno) ricoprire con pari efficacia. In condizioni di scarso indebitamento generale la faccenda dei subprime sarebbe stata a stento notata.

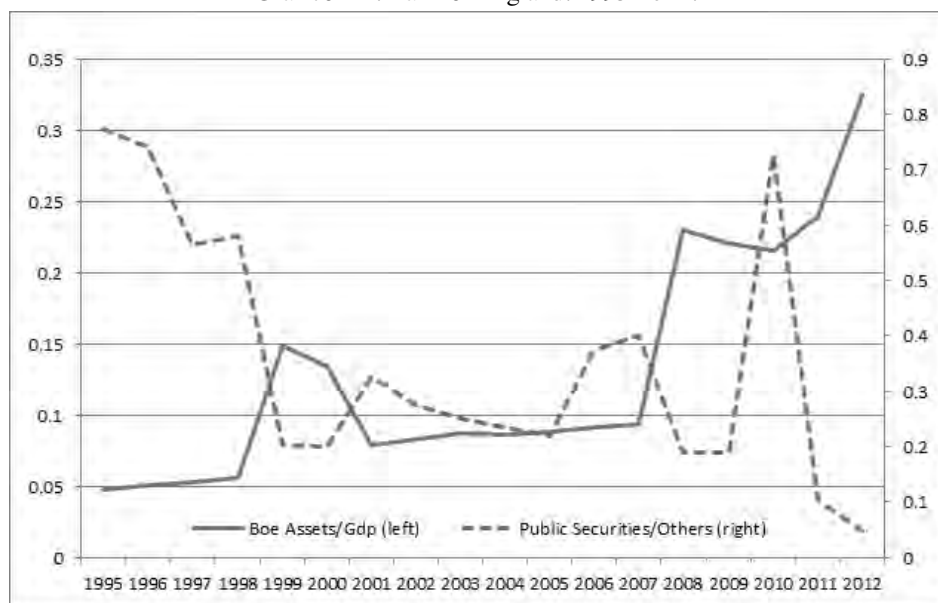
e delle banche centrali⁵. In questo modo si è evitata la completa disintegrazione del sistema dei pagamenti, si sono rimesse al mondo banche e finanziarie, trasformate in entità di specie zombie ma ancora in grado di muoversi, e si è restituito il flusso di capitale monetario al capitale speculativo.

Dai grafici 1 (A-D) si osserva l'andamento dell'intervento delle più grosse banche centrali. In tutte, con l'eccezione della Bank of Japan, il rapporto fra asset e Pil è aumentato di colpo dal 2008 in

poi dopo essere rimasto praticamente costante per un periodo prolungato. Di questi asset una proporzione decrescente (tendenzialmente nulla per la BCE) è costituita dai titoli di stato; il che indica che la crisi ha trasformato le banche centrali in sovvenzionatrici a fondo perduto del sistema finanziario dal momento che non solo gli asset acquisiti provengono praticamente tutti dalle aziende del settore, banche in primis, ma sono quasi tutti irrecuperabili ossia hanno un prezzo di mercato prossimo allo zero.

Grafici 1 – Assets delle maggiori banche centrali in rapporto al Pil.

Grafico 1A. Bank of England. 1995-2012.



5. Qui “finanziarie” è usato non in senso tecnico ma solo genericamente per indicare le aziende finanziarie differenti dalle banche commerciali. Inoltre si può dire che la politica della BCE ha in qualche modo anticipato quella della Federal Reserve, questa tuttavia ha fatto molto di più estendendo a quasi tutto il settore finanziario lo status di banca commerciale in modo da potere assorbire i debiti di tutte le aziende in pericolo, che si sono improvvisamente viste dotare di riserve presso la banca centrale da potere usare direttamente per le proprie operazioni. In questo modo la Federal Reserve, come svariati hanno notato, da lender of last resort è diventata il dealer of last resort per il capitale impiegato speculativamente. Vedremo poi le implicazioni di una simile estensione delle funzioni della banca centrale. Vedi Mehrling (2010).

Grafico 1B. Federal Reserve. 1995-2012.

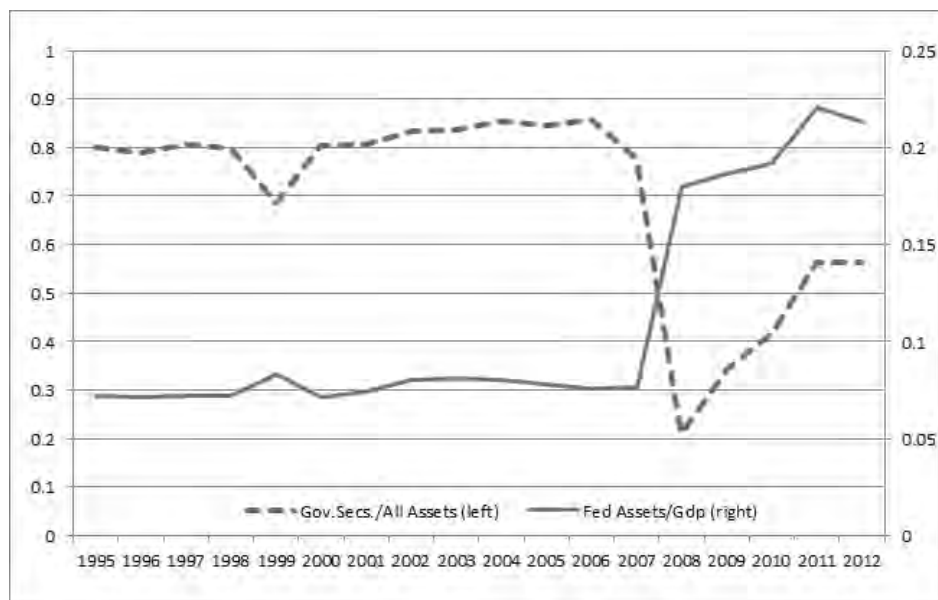


Grafico 1C. Bank of Japan. 1998-2012.

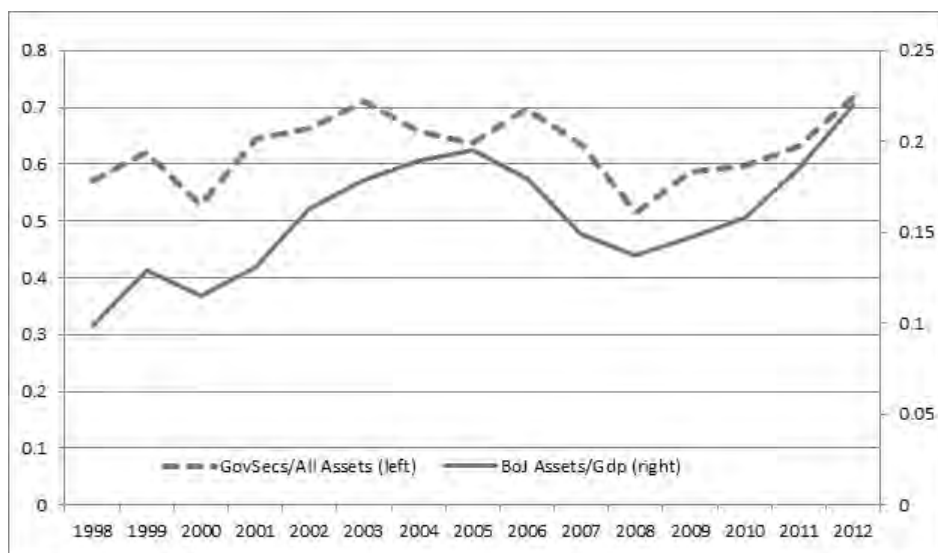


Grafico 1D. Banca Centrale Europea ed Eurosystem. 1997-2012.

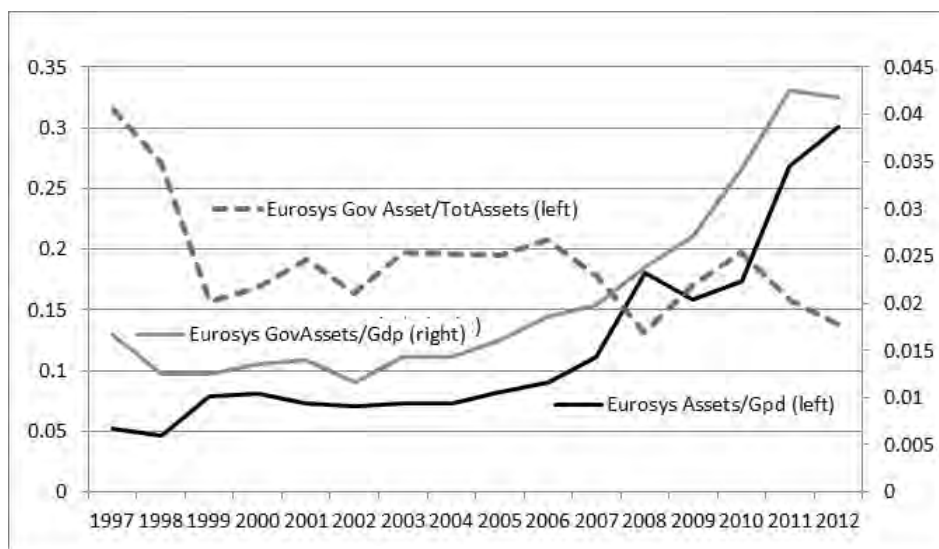
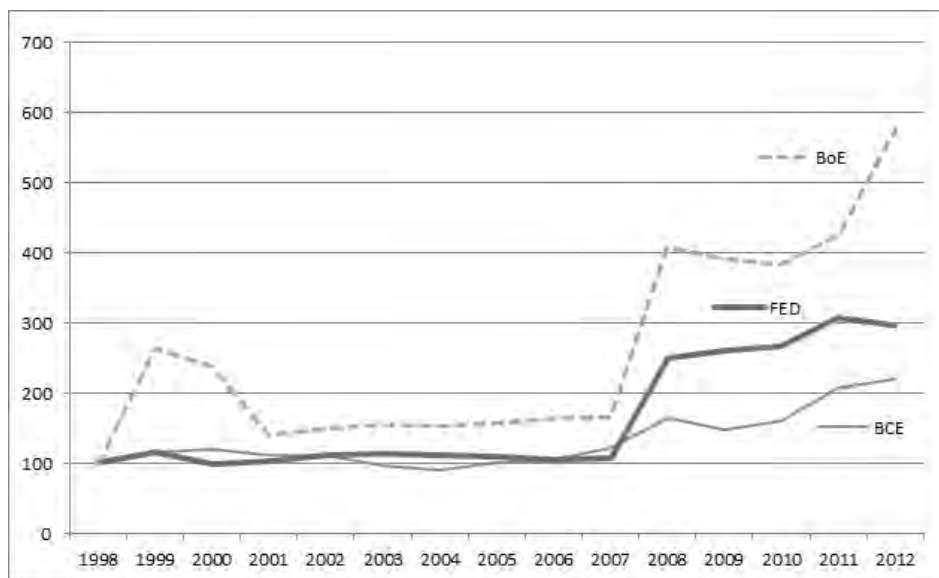


Grafico 2

Andamento comparato Assets/Gdp di BCE, Fed e BoE. 1998-2012 (1998=100).



L'allargamento della funzione della banca centrale in sostegno diretto al mercato speculativo attraverso l'acquisizione di asset privati senza valore è qualcosa di fenomenale. In pratica equivale alla funzione dello stato come acquirente delle aziende in crisi rimesse in funzione con capitale creato dal debito pubblico ma non in grado di fare sufficienti profitti per conto proprio. Un conto tuttavia è fare questo, ad es., per le infrastrutture e le condizioni generali della produzione, che non possono mancare e devono svilupparsi in misura coerente con il resto dell'economia anche se non sono un campo adatto agli investimenti del normale business privato; un altro, completamente diverso, è tenere in piedi il capitale speculativo con denaro inconvertibile della banca centrale scambiato col nulla. La conseguenza è che la crescita economica viene a dipendere direttamente dalle operazioni del capitale investito speculativamente dentro il cui circuito tutto il capitale monetario sociale viene tendenzialmente e fatalmente attratto. Non è difficile mostrare che la lieve ripresa americana dopo il 2010 è dovuta esclusivamente al quantitative easing della Fed, ovvero al fatto che la "nuova" politica monetaria della Fed ha rimesso in moto il settore finanziario che a sua volta non ha potuto mancare di far ricadere sul settore commerciale e produttivo una parte dei denari circolanti. La tendenza creata è quella verso una nuova forte espansione dell'indebitamento del settore finanziario e il definitivo letargo dell'accumulazione di capitale produttivo.

LA CRISI DI EUROLAND

Il mix di aumento della spesa pubblica per sostenere il settore finanziario al collasso e di riduzione delle entrate fiscali provocata

dalla generalizzazione della crisi ha naturalmente condotto ovunque a un rapidissimo aumento del debito pubblico in rapporto al reddito nazionale, circostanza che in nessun posto ha avuto ulteriori effetti critici tranne che nell'Eurozona, dove la peculiare natura dell'Euro ha costretto i governi nazionali a indebitarsi sul mercato per reperire i fondi necessari ai salvataggi ovvero a finire nella morsa di una contraddizione patente.

L'unica istituzione che ha il potere e il compito di emettere denaro per coprire lo squilibrio fra debiti e attivi del sistema finanziario deve indebitarsi presso questo sistema finanziario onde salvarlo. Un compito più insostenibile di quello che ha dinanzi a sé una qualsiasi azienda illiquida e tendenzialmente insolvente per evitare il fallimento perché quest'azienda deve salvare solo il proprio bilancio, la banca centrale quello di tutti.

L'assenza di azione e di garanzia della BCE ha così trasformato il debito pubblico dell'eurozona in un debito privato; anzi, ciascuno dei vari debiti nazionali dell'eurozona si è trovato più o meno improvvisamente membro della compagine dei *maggiori* debiti privati del mondo dato che, malgrado l'indebitamento del capitale sia molto maggiore di quello dello stato, non esiste nessun singolo debito di corporation o altro che sia paragonabile al più piccolo dei singoli debiti pubblici dell'area euro. Costatate la natura virtualmente privata dei debiti pubblici di eurolandia, il loro livello e le probabilità associate di default, i capitali impegnati nei titoli degli stati dell'eurozona si sono rapidamente spostati verso i titoli del tesoro americano – i risk-free mondiali per definizione – e/o verso i titoli del tesoro tedesco – gli euro risk-free per definizione. E questo ha letteralmente creato dal nulla gli spread fra il tasso di

interesse sul debito pubblico tedesco e i tassi sui debiti degli altri membri dell'eurozona e posto in grave pericolo di illiquidità (e insolvenza) i governi degli stati più indebitati dell'eurozona, il che a sua volta ha accentuato l'allargamento degli spread in una spirale (auto)distruttiva.

Come si osserva dai grafici 1D e 2, nella Great Recession la BCE è quella che è intervenuta meno fra tutte le banche centrali e lo ha fatto mantenendo il più possibile la sua politica monetaria fatta di acquisizione di asset del settore privato e di tendenziale eliminazione dei titoli pubblici dal proprio bilancio. Questa politica, che ha creato gli spread e la crisi dell'euro e dell'eurozona, ha dovuto essere interrotta, almeno in parte, al momento della crisi dell'euro quando la BCE ha cominciato a riacquistare titoli pubblici coi saggi di interesse maggiori e ha poi spinto le banche a sfruttare i differenziali nei tassi di interesse dei vari titoli dei debiti pubblici attraverso i suoi continui rifinanziamenti che sono risultati nel rapporto più elevato al mondo fra asset privati e Pil. L'acquisto di titoli di stato da parte dell'Eurosystem ha ridotto gli spread dopo il 2011, tuttavia nell'Eurozona si è prodotta una sorta di inversione fra debito pubblico e debito privato, perché tutto quello che finisce garantito dalla banca centrale – che è la banca di emissione di denaro *inconverti-*

bile – diviene di fatto una specie di debito pubblico ossia liquido per definizione, e tutto quello che non lo è diventa di fatto debito privato. Il risultato provvisorio è che l'area monetaria dell'euro, unica al mondo, non ha più nessun asset che sia di per sé risk-free, anche se i cosiddetti mercati attribuiscono chiaramente questa virtù ai titoli del tesoro tedesco, e ciò perché reputano che la BCE sia in realtà un prolungamento della Bundesbank ossia indirettamente un dipartimento dell'amministrazione statale tedesca; tuttavia nemmeno ai magni Bund la qualifica di risk-free è acquisita di natura, e nel caso di grossi problemi alle banche tedesche, ad esempio, potrebbe venire rimessa completamente in discussione.

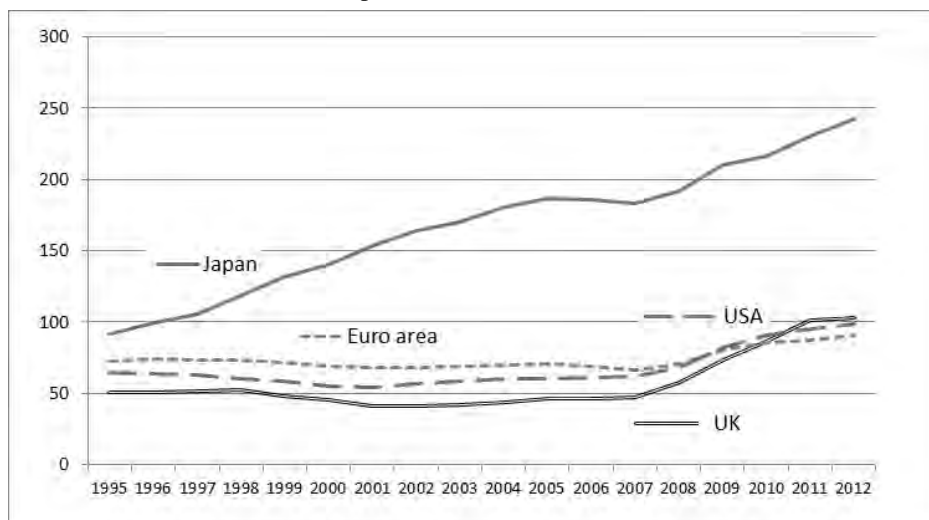
Qualcuno ha detto che da quando gli uomini hanno smesso di credere in Dio hanno cominciato a credere in qualsiasi fandonia venga loro propinata. La realtà è che le nazioni, le classi sociali, gli individui membri della società borghese credono in ciò che pensano sia loro vantaggioso credere. E nel campo delle faccende economiche, dove si agitano le menzogne più grosse e delinquenziali, questo fenomeno è più spettacolare di un'improvvisa epifania delle Piramidi di Giza.

Una delle maggiori balle degli ultimi anni è che la crisi dell'euro sia un prodotto del debito dei cosiddetti Piigs⁶ cau-

6. Ricordiamo che i PIIGS, ossia i paesi deficitari dell'eurozona, sono: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna. In questo caso l'acronimo non è la solita tediosa invenzione di burocrati che si credono scrittori ma vale soprattutto come offesa, neanche tanto velata, da parte di gente, i servi dei capitalisti e dei ricchi del nordeuropa, che, essendo degli zombie da molto tempo, invidiano acutamente le nazioni dell'Europa meridionale, più povere ma molto più vive e interessanti, presso le quali amano trascorrere massicciamente le loro ignobili vacanze, sia perché queste hanno qualcosa, anzi molto da vedere e studiare, che a loro manca completamente, sia perché offrono materia prima per un po' di godimento e gioia di vivere, faccende a loro assolutamente negate. E da qui che viene la loro reazione, menzognera, isterica e insultante. Quello che è stato fatto ai greci dimostra per l'ennesima volta che, quando si impegnano, nessuno al mondo può battere le nazioni nordeuropee – alemanni all'avanguardia: *memento Goebbels!* – quanto a disonestà, falsità e sadismo.

Grafico 3

Debiti pubblici/Pil (%) 1995-2012.



sato dalle loro eccessive spese (“hanno vissuto per molti anni al di sopra dei loro mezzi”, questa la untuosa e cretina frase ogni due per tre scritta e pronunciata dai pennivendoli boxeur a pagamento di lor signori) che, protratte nel tempo, hanno a un certo punto fatto saltare il rapporto Debito Pubblico/Reddito Nazionale. C'è qualcuno che abbia per caso sentito dire in giro che la sterlina britannica, lo yen giapponese o il dollaro yankee siano divise in pericolo di esistenza, come lo è l'euro? Nessuno ovviamente. Strano, molto strano, perché il rapporto Debito pubblico/Pil di questi paesi è a livelli superiori a quello dell'area Euro ed è aumentato di più dal 2007 in poi ossia dell'esplosione della crisi.

Ma, naturalmente, è un discorso comunque superfluo perché in tutte le aree del globo il debito pubblico relativo si è accresciuto unicamente a causa della great recession, e in questa solo

per opera dell'azione congiunta della riduzione delle entrate fiscali e dell'aumento degli esborsi per tenere in vita il settore finanziario. Fino al momento della crisi il rapporto Debito pubblico/Pil dei Piigs e dell'Eurozona, e di molti altri stati, era in lieve calo tendenziale.

In realtà il discorso è ancor più vacuo perché l'allargamento dello spread dei tassi di interesse sul debito pubblico in seno all'eurozona non ha avuto nulla a che fare con l'andamento del debito pubblico assoluto e/o relativo ma solo con la reazione dei capitali privati all'aumento del debito pubblico dei Piigs, una volta constatata la sua natura di debito virtualmente privato, circostanza che ovviamente dipende dalle caratteristiche peculiari dell'euro e della politica della Bce e dell'Eurozona, e che non si poteva replicare in nessuna altra parte del mondo.

Grafici 4

Rapporti Debiti Pubblici Relativi e Spread con Germania, 1995-2012.

Grafico 4A. Giappone-Germania.

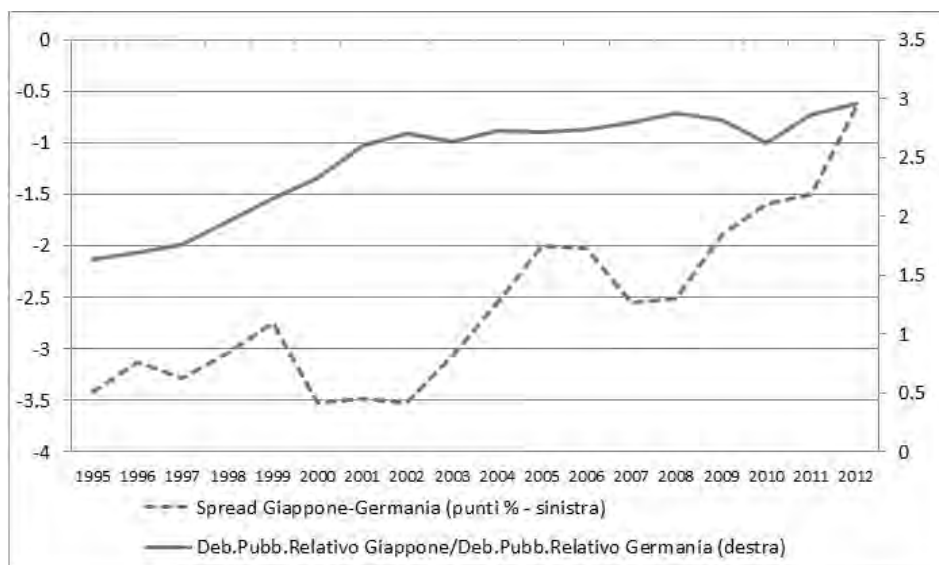


Grafico 4B. UK-Germania.

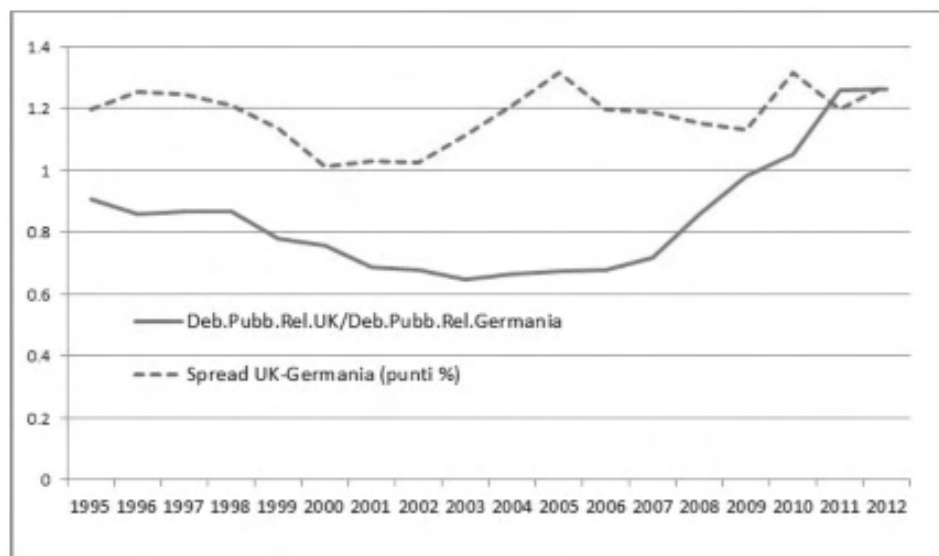


Grafico 4C. USA-Germania.

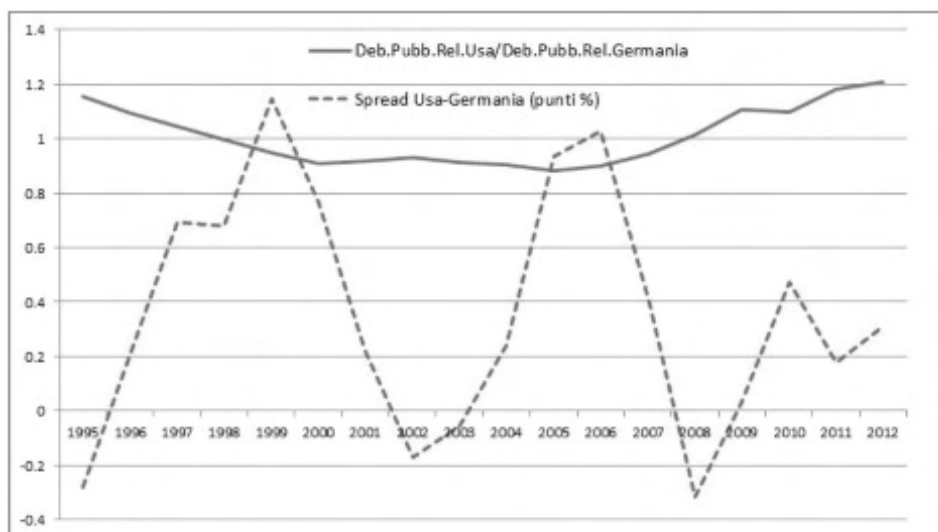
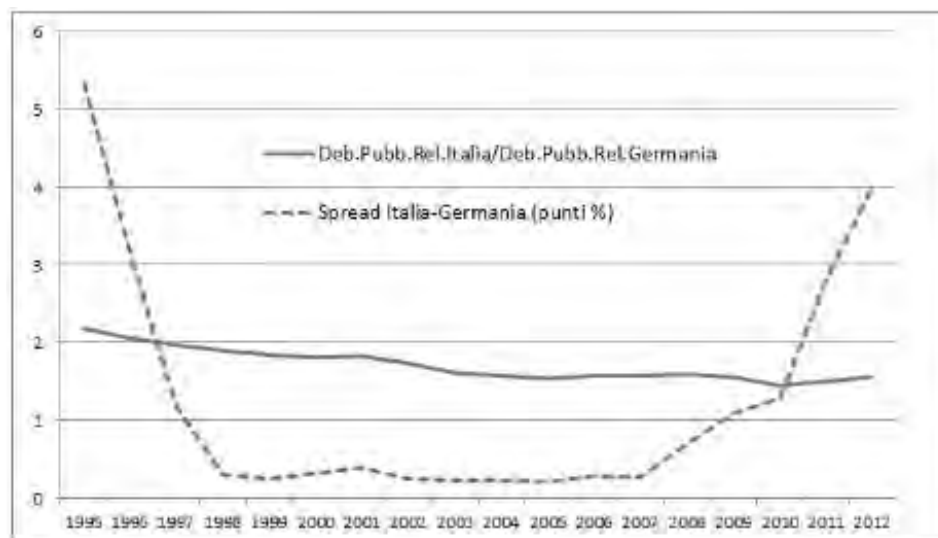


Grafico 4D.



I grafici 4A, 4B, 4C e 4D⁷ non lasciano alcuno scampo alla sopravvivenza dell'idea che sussista una qualche connessione fra i livelli e gli andamenti dei debiti pubblici da una parte e gli spread dall'altra. Il debito pubblico relativo (Debito Pubblico/Pil) del Giappone è da molto tempo nettamente il più alto del mondo (grafico 3), con la crisi è aumentato ancora considerevolmente, anche in rapporto a quello tedesco, ma lo spread fra i due paesi è rimasto negativo, ossia favorevole al Giappone (4A).

Il debito pubblico relativo del Regno Unito è quello che con la crisi è cresciuto più di tutti, raddoppiando in meno di tre anni (grafico 3) e salendo di circa il 75% rispetto a quello tedesco. Tuttavia lo spread fra Germania e UK è rimasto molto basso (circa 1.2 punti percentuali) e durante la crisi, cioè dal 2007 in poi, non ha neppure accennato ad accrescersi.

Stesso tipo di storia, anzi peggio, quella con gli Usa. Il debito pubblico relativo americano è aumentato di circa il 70% e del 60% rispetto a quello della Germania ma lo spread Usa-Germania si è ridotto dal picco di un punto percentuale del 2006 a un valore medio di 0.2 punti, ossia a un grado insignificante, nel periodo 2007-2012 (4C).

L'andazzo più istruttivo è però quello dell'Italia, che, come si sa, è il leader riconosciuto dei Piigs. Durante tutto l'intervallo considerato, il debito pubblico relativo italiano è fra quelli che

sono aumentati di meno, tant'è che si è ridotto rispetto a quello tedesco, mentre lo spread cadeva verticalmente negli anni '90 fino a toccare un minimo di circa 0.25 punti percentuali al momento dell'introduzione dell'euro, mantenuto per quasi dieci anni fino all'inizio della crisi, quando ha ripreso repentinamente a salire, accelerando parecchio dall'inizio del 2010, senza che vi fosse alcun rapporto con l'andamento del debito pubblico relativo italiano rispetto a quello tedesco (4D).

La menzognera litania degli agenti del capitale finanziario (e non) e dei loro boxeur prezzolati recita che "i mercati puniscono spietatamente quei paesi che si allontanano dal rigore e dalla politica di austerità". Abbiamo già visto come quest'asserzione non stia in nessun rapporto con i fatti, con la logica le va anche peggio. È innanzitutto ovvio che se i bilanci pubblici fossero tutti sempre guidati dall'austerità non esisterebbero il debito pubblico né le obbligazioni di questo debito quindi neppure la possibilità di specularci. Ma i titoli di stato non fungono direttamente da oggetto delle operazioni del capitale speculativo bensì una delle loro utilità riguarda il motivo esattamente opposto: il parcheggio totalmente risk-free di capitale monetario, che serve a coprire l'intervallo fra un movimento speculativo e l'altro o come investimento fittizio (altrettanto risk-free) da parte di gente che con il capitale specu-

7. Il gruppo di grafici 4 espone l'andamento dello spread dei saggi di interesse sui titoli di stato a dieci anni di Giappone, UK, Usa e Italia a turno rispetto alla Germania, nonché l'andamento del rapporto fra i debiti pubblici relativi dei quattro paesi rispettivamente con il debito pubblico relativo tedesco nell'intervallo 1995-2012. Il rapporto fra i debiti pubblici relativi di due paesi, poniamo A e B, è uguale a $(\text{Debito Pubblico A/Pil A})/(\text{Debito Pubblico B/Pil B})$ ossia a $(\text{Debito Pubblico A/Debito Pubblico B})/(\text{Pil B/Pil A})$.

lativo e finanziario in genere non ha niente a che fare (lavoratori, famiglie, etc.). Nella crisi dell'euro il fenomeno è stato osservato alla perfezione: i titoli di stato sono immuni da rischio non perché il debito relativo di quello stato sia alto o basso, stia salendo o scendendo, ma solo perché sono garantiti dal governo che li ha emessi e dalla sua banca centrale; e possono (e devono) essere garantiti dal governo e dalla banca centrale per il semplicissimo fatto che la banca centrale svolge la funzione (monopolistica, ovviamente) dell'emissione di denaro creditizio *inconvertibile*. Senza titoli di stato l'attività del capitale impiegato speculativamente diventerebbe più complicata e rischiosa perché non esisterebbero più né parcheggi provvisori per il capitale monetario non ancora impiegabile né vi sarebbe un tasso di interesse senza rischio da usare come punto di riferimento. I valletti del capitale finanziario non lo sanno – perché sono tanto ignoranti quanto decerebrati – ma lottando contro il debito pubblico alla lunga lavorano per togliere di mezzo uno dei propri sostegni.

Speriamo che ci riescano.

La realtà è che, fra tutti i tassi di interesse sui titoli di stato di tutti i paesi del globo, *soltanto* i tassi di interesse sui titoli dei Piigs sono saliti nel corso della crisi, e questo a causa della natura intrinseca dell'Euro, esacerbata e sfruttata dalla *deliberata politica* della BCE e dell'autocrazia dell'Eurozona. Ma, quali possono essere la ragione e gli scopi di questa politica?

Beh, ognuno ha i suoi, naturalmente. La BCE mira ancora a costituire un polo finanziario mondiale in concorrenza con Wall Street, e in cotale spe-

ranza crede di avere bisogno di un euro in tendenziale rivalutazione quale crede ... beh, chi vive sperando, muore ...

L'euroautocrazia assieme a pletore di suoi associati ha bisogno di mettere in difficoltà gli stati più deboli dell'eurozona per poter lucrare vaste intermediazioni e altri guadagni nello sporco business delle privatizzazioni oltre ad avere in gioco grossi capitali speculativi cui pensa di cavare forti profitti sfruttando in anticipo le proprie stesse mosse. Il governo e gli agenti del capitale tedesco trovano nell'imposizione dell'austerità al resto dell'eurozona, e magari anche della stessa UE, un formidabile mezzo per eliminare parte dell'industria concorrente europea e impadronirsi dei suoi clienti e della sua domanda. In questo modo, per il capitale industriale tedesco l'euro diviene un fantastico mezzo per continuare nel surreale bengodi di profitti crescenti con investimenti calanti. Nessuno di questi tre gaglioffi ha né il potere né l'interesse alla trasformazione dell'euro in una divisa completamente nazionalizzata, come tutte le altre, perché a ciascuno dei tre verrebbero meno i vantaggi assolutamente unici e irriproducibili dell'assetto attuale. Il prezzo da pagare sarà il crollo di quest'assetto e la fine dell'euro, con ripercussioni innarrabili sull'economia mondiale.

La politica adottata dall'Eurozona e dalla UE per ridurre il rischio di default degli stati indebitati, a partire dalla Grecia, è stata quella di aumentare tale rischio. Pur di evitare che la BCE intervenisse sui mercati acquistando titoli di stato dei paesi deboli ci si è inventati un'ulteriore azienda finanziaria, lo European Stability Mechanism (ESM,

in Italia detto il “fondo salvastati”), dotata di un capitale sottoscritto dai membri dell’eurozona in proporzione delle rispettive quote nella BCE, e con il compito di emettere obbligazioni sul mercato internazionale onde reperire i capitali monetari necessari a sostenere i titoli dei paesi indebitati. È assolutamente evidente che si tratta di un’istituzione autocontraddittoria perché il grado di rischio e il tasso di interesse delle sue obbligazioni non possono fare a meno di viaggiare di pari passo con quelli dei titoli dei paesi indebitati, dato che il suo capitale di questi titoli consiste: il capitale problematico di una nuova finanziaria che, potendo fallire da un momento all’altro, aggiunge un altro elemento di debolezza in una catena già assai logora – e se si sentisse proprio di tentare la sorte comprando titoli greci nel momento di massimo rischio (e di massimo saggio di interesse) non si vede perché non dovrebbe farlo direttamente invece di passare per l’ESM. Per evitare questa prospettiva, l’ESM deve acquisire titoli risk-free (i Bund) tendendo in questo modo ad accentuare lo spread e il grado di rischio per i paesi con i tassi di interesse più elevati e immobilizzando i loro capitali monetari che servirebbero sicuramente all’interno. In sintesi, deve comportarsi esattamente come un’azienda finanziaria privata, vale a dire come un fondo affonda stati⁸.

Abbiamo già visto che una delle peculiari caratteristiche dell’euro è quella di non essere una divisa unica ma un aggregato di divise nazionali con la

medesima denominazione tenuto insieme dall’esistenza della BCE. Questo consegue dal fatto che le banche centrali nazionali appartengono ciascuna al proprio stato e sono teoricamente indipendenti l’una dall’altra. La conseguenza è che si trovano soggette a reciproci rapporti di debito/credito attraverso i conti detenuti da ciascuna presso la BCE, come lo sono le singole banche commerciali all’interno di un determinato stato attraverso i conti detenuti presso la loro banca centrale.

Tutte le volte che dei fondi devono essere trasferiti dal paese A al paese B dell’eurozona, per via del commercio internazionale oppure dei movimenti del capitale monetario, la banca centrale di A sposta la somma dal proprio conto al conto della banca centrale di B presso la BCE. Il trasferimento risulta presso la BCE come credito della banca centrale di B verso la banca centrale di A e debito viceversa, esattamente come avviene per i saldi fra banche centrali estranee alla zona euro ossia di stati e divise *differenti*. Questi debiti/crediti si accumulano continuamente all’interno del bilancio della BCE⁹, che finora ha fatto finta che non esistessero, ma nulla impedisce che nel futuro possa venire fuori la richiesta di saldo, come normalmente accade nei conti internazionali. Va notato che i conti Target2 per molti versi sono una rappresentazione rovesciata della realtà e che implicano un meccanismo completamente illogico, che sembra concepito da un demente. I trasferimenti di capitale da un paese a un altro nei saldi Target2 figurano come

8. In effetti, si comincia ad avvertire il bisogno di un nuovo fondo-salva-fondo-salva-stati.

9. I debiti/crediti reciproci delle banche centrali nazionali nel bilancio della BCE si chiamano conti TARGET2, uno dei tanti lunghi vuoti acronimi usati oggi.

crediti del paese ricevente a quello inviante. Come se oltre al capitale già trasferito e regolarmente incamerato dalla banca in questione il paese che ha spostato il suo capitale dovesse duplicare il movimento in un'altra forma. Questo significa che un paese appartenente all'Unione Europea ma non all'Eurozona, per il quale quindi l'Euro è una divisa esterna, incontra meno problemi di un membro dell'Eurozona nella gestione dei movimenti di capitale. Se il titolare di un deposito bancario in una banca danese decide di trasferire il proprio deposito in Germania e la Nationalbanken di Danimarca al momento non possiede euro da trasferire alla Bundesbank, ebbene non farebbe altro che emettere riserve in Krone per scambiarle contro riserve in Euro sul mercato internazionale, essendo il Krone una divisa internazionalmente convertibile. Oppure effettuare il trasferimento direttamente nella propria divisa, nel caso che la Bundesbank accetti di detenere riserve internazionali, come praticamente sempre avviene. Nessun credito/debito del tipo Target2 potrebbe mai accumularsi fra Bundesbank e Nationalbanken.

Se il legame fra le singole banche centrali nazionali dell'eurozona e i propri stati non esistesse ciò presupporrebbe che le banche centrali locali fossero solo le filiali o i distretti regionali della BCE e che questa fosse la banca centrale unica connessa a una qualche forma di stato sopranazionale unico. In una sistemazione di questo genere i debiti/crediti fra banche centrali locali sarebbero unicamente una finzione contabile senza possibile risvolto pratico, come lo sono ad es. per i dodici distretti regionali della Federal Reserve americana. Nella

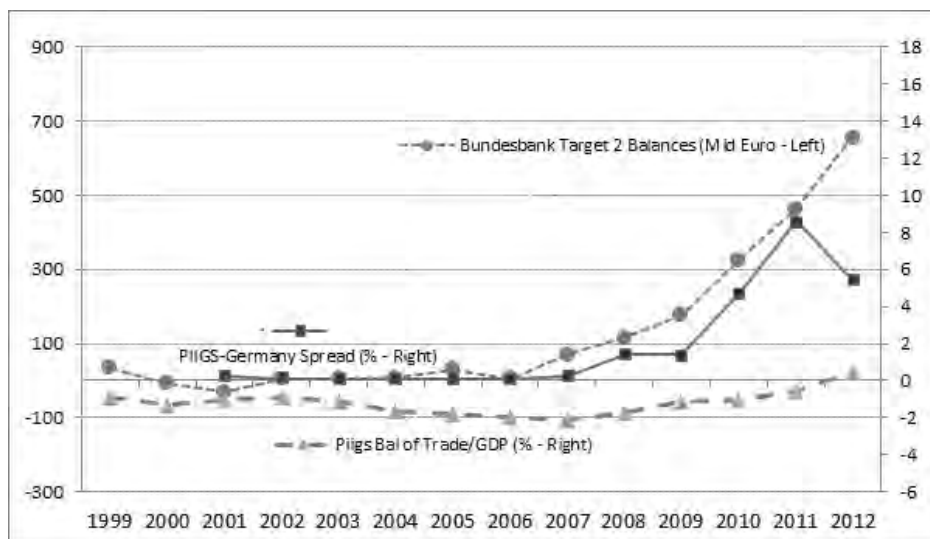
struttura dell'euro e dell'Eurosystem i conti fra banche centrali nazionali sono invece il segnale della disgregazione latente dell'euro come si è osservato benissimo con l'emergere degli spread fra i saggi di interesse sui titoli di stato nazionali.

La disgregazione da latente può divenire effettiva se solo una delle banche centrali nazionali dell'eurosystem avanzasse la richiesta di collateralizzazione del proprio credito e di riscossione del collaterale. Nel sistema bancario basato sul denaro inconvertibile emesso dalla banca centrale il collaterale esiste solo per i debiti delle banche commerciali verso la banca centrale, e così è per tutti i debiti delle banche commerciali dell'eurozona verso le proprie banche centrali. Il collaterale ovviamente non può esistere per i crediti fra le banche centrali nazionali appartenenti all'eurosystem dato che esse, tutte quante, emettono la stessa identica divisa, e gli unici collateralizzati che potrebbero nel caso usare sarebbero costituiti dai titoli di stato del proprio governo, un collaterale tanto impossibile perché non direttamente acquistabile da parte delle singole banche centrali, quanto illusorio dal punto di vista del creditore, oppure da asset presistenti nei bilanci delle banche commerciali, il che farebbe diventare le banche centrali dell'eurosystem garanti anche di banche fuori dalla propria giurisdizione ovvero darebbe impulso alla unificazione del sistema bancario e alla fusione delle BCN in un'unica banca centrale. Esattamente quello che gli stati cosiddetti creditori non vogliono nel modo più assoluto.

Dal grafico 5 si osserva molto bene la correlazione fra l'andamento dei saldi

Grafico 5

Credito TARGET2 di Bundesbank.
Spread PIIGS/Germania e Bilancia Commerciale/Pil dei PIIGS. 1999-2012.



attivi Target2 della Germania¹⁰ e lo dei titoli di stato dei Piigs nonché la
spread fra il tasso di interesse medio scarsa correlazione che c'è fra queste

10. A un bel momento, pochissimo tempo fa, in Germania qualcuno si è trovato a scoprire l'esistenza dei conti Target2. Non l'avesse mai fatto! Economisti, politicanti e buroautocrati si sono messi a berciare che si tratta di debiti che vanno saldati. Qualcuno, addirittura, con chiara allusione all'Italia – visto che la Germania e l'arte sono entità incompatibili – ha detto che se le banche centrali nazionali non avevano i soldi avrebbero potuto pagare con le loro opere d'arte del proprio paese (forse voleva ritentare per questa via il colpo non riuscito a Hermann Göring durante la guerra). Qualcun'altro, molto truffaldinamente, ha tirato in ballo i conti simili esistenti fra i dodici distretti regionali della Federal Reserve (denominati Interdistrict Settlement Accounts, ISA) asserendo che al termine di ogni anno i vari distretti devono saldare i reciproci debiti/crediti mediante trasferimenti dei loro assets nella fattispecie dei certificati aurei che ogni distretto della Fed detiene. Nel dire tale minchiata l'amico Fritz si è dimenticato di alcuni insignificanti dettagli: 1) i dodici distretti sono *regionali e non statali* – con gli stati non hanno nulla a che fare – e sono altrettanti comparti territoriali di *un'unica* banca centrale costituita dall'aggregato delle sue dodici sezioni regionali e guidata dal Federal Reserve Bureau (FRB) di Washington, che *non è* una tredicesima banca, come invece è la BCE, ma il politburo dell'aggregato delle dodici banche regionali, le quali appartengono tutte indistintamente, come è banale, al governo federale degli Usa; 2) i certificati di deposito aureo che i distretti si scambiano per saldare gli ISA sono asset fittizi perché in realtà appartengono tutti, anch'essi, al governo federale; 3) i movimenti annuali di eliminazione dei saldi ISA dei distretti della Fed sono sospesi dal 2008 e negli Usa nessuno li ha mai menzionati, nemmeno per sbaglio, dimostrando che la cosa cui assomigliano di più sono i

due variabili e la bilancia commerciale intraeurozona dei Piigs. Lo spread, inesistente fino al 2007, è improvvisamente spuntato fuori nel 2008 con l'eruzione della crisi, e ha continuato ad aumentare

fin verso la metà del 2012 esclusivamente a causa della formazione dei saldi attivi Target2 della Bundesbank¹¹, a loro volta generati dai spostamenti di capitale monetario verso i titoli tede-

soldi del Monopoli. Secondo l'amico Fritz cosa sarebbe successo se, putacaso, alla fine dell'anno un distretto non avesse potuto saldare il suo conto ISA verso gli altri? Sarebbe fallito? Il governo federale di Washington avrebbe invaso militarmente la regione corrispondente onde farsi pagare? Il dollaro sarebbe andato frantumi con la nascita di dodici dollari distrettuali? I conti ISA sarebbero per il seguito stati limitati disintegrando il meccanismo del credito negli Stati Uniti? Tutto ciò non è solo una curiosità o l'ennesima dimostrazione che i membri dell'establishment sono dei perfetti ibridi di canaglia e imbecille, ma vale soprattutto a mostrare come in Germania vengano intesi l'euro e l'Eurosystem: nulla di diverso da strumenti di rapina verso gli altri. Che i Target2 in sé abbiano solo un'esistenza contabile è dimostrato dal fatto che se nell'eurozona le singole BCN si fondessero nella BCE in un'unica banca centrale i Target2 sparirebbero, ma rimarrebbero esattamente come prima i debiti/crediti reciproci delle varie banche commerciali fra loro, che si troverebbero registrati direttamente nei conti presso l'unica banca centrale europea e non più attraverso le singole BCN preesistenti.

11. Il maggior ideologo dei Target2 positivi della Bundesbank come crediti esigibili è il prof. Hans-Werner Sinn, consigliere della Merkel e grossissimo pezzo dell'establishment economico germanico, il quale, un giorno sì e l'altro pure, non manca di prodigarsi energicamente per seminare il panico sul pericolo dei Target2 e istillare nei suoi connazionali il sentimento – operazione comunque superflua essendo i tedeschi in grado di fabbricarsi da sé qualsiasi credenza – di potere (e dovere) pretendere qualcosa dagli immondi Piigs, nessuno dei quali, si badi bene, si sa essere abitato da popolazioni di stirpe ariana. Pur essendo il mondo denso di economisti accademici completamente idioti, completamente venduti e completamente canaglie, il prof. Sinn è difficilmente battibile. Nel suo campo è un po' una specie di Eddy Merckx (chiedo scusa al grande Eddy, è solo per rendere l'idea), come dimostra il fatto che negli ultimi tempi l'amico si è reso responsabile della diffusione delle seguenti tre grandiose proposizioni di fondo, perfino dalle colonne del *New York Times*: 1) La formazione di saldi positivi Target2 per la Bundesbank costituisce un aiuto della Germania ai Piigs; 2) Questo aiuto riduce la base monetaria tedesca e sottrae le risorse creditizie della BCE verso la Germania; 3) Se l'euro si disgregasse e la Bundesbank perdesse il suo asset Target2 i contribuenti tedeschi sarebbero costretti a tirare fuori l'equivalente per ripianare il buco nella Bundesbank. Ancora una volta siamo di fronte al dilemma balzacchiano, secondo cui buona parte dell'umanità delle classi dominanti si divide in canaglie e imbecilli. Ma, vediamo i punti di Sinn uno alla volta: 1) secondo il primo punto di Sinn, un bank run a una banca spagnola che la privasse dei suoi depositi per spostarli in una banca di Francoforte costituisce un aiuto di quest'ultima alla banca spagnola svuotata (e fallita). In generale, secondo la poetica logica del geniale Hans-Werner, se i depositi di tutte le banche dell'eurozona finissero tutti quanti in banche germaniche portando automaticamente al fallimento tutte le banche dei paesi dell'area euro, questo costituirebbe un enorme credito concesso dalla Germania al resto dell'eurozona, e ciò solo per il fatto che il trasferimento avvenuto a favore delle banche germaniche viene registrato come saldo positivo Target2. Penso che per il primo punto ciò sia sufficiente. 2) Proprio la crisi dal 2007 in poi ha dimostrato all'universo che la capacità di creazione di base monetaria da parte delle banche centrali (vedi Fed, Bce, Bank of England, Bank of Japan etc.) è assolutamente

schì e di depositi bancari dalle banche dei Piigs verso le banche tedesche, flusso che ha arrestato e invertito il movimento dominante fino a quel momento che era *verso* i Piigs, in un gigantesco euroflight to safety¹². Gli effetti di questo movimento sono stati poi contrastati e, fino a un certo punto, invertiti non dalle politiche di cosiddetta austerità, totalmente ininfluenti al riguardo, bensì dagli acquisti di titoli di stato dei Piigs effettuati dalla BCE, sia direttamente che indirettamente attra-

verso i suoi finanziamenti alle banche dell'eurozona.

Lo spostamento di capitale monetario dai titoli dei Piigs verso i titoli dei non-Piigs è stato accompagnato dal trasferimento di depositi dalle banche dei Piigs verso le altre, il che ha comportato un movimento dei tassi di interesse sui prestiti a privati parallelo a quello dei tassi di interesse sui titoli di stato, ma meno pronunciato, grafico 6, circostanza che dimostra come i debiti pubblici degli stati dell'eurozona siano valutati dai cosiddet-

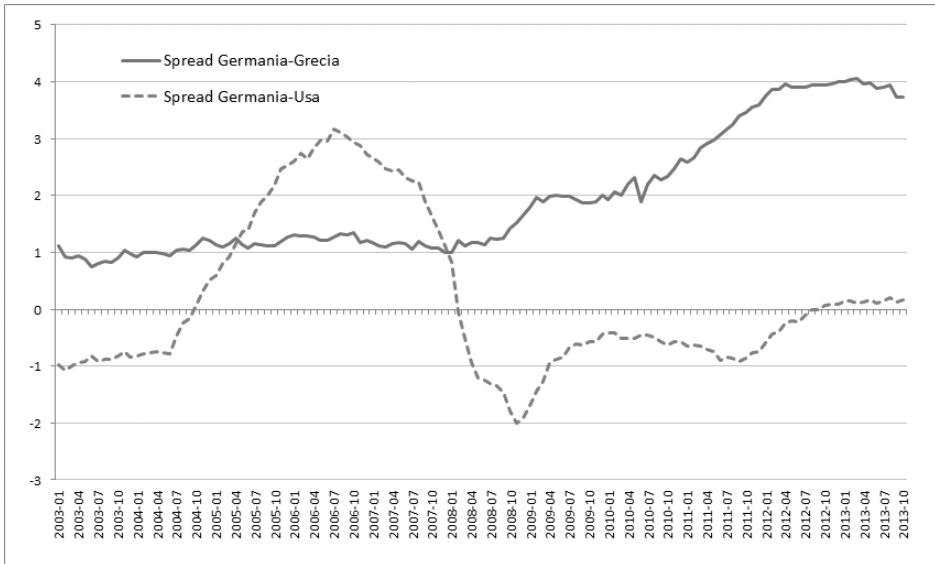
illimitata (in circa dieci mesi fra il 2007 e il 2008 la Fed ha aumentato i propri asset di quasi due volte e mezzo), cosa che sapevano già tutti benissimo, a partire dai bambini di due anni. Ma forse Sinn dal 2007 a oggi è stato via, lontano dalle cose del pianeta Terra, impegnato in missione monetaria extraplanetaria per integrare Plutone nei Target2 per conto di Führerin Merkel, e non ha potuto accorgersi dell'accaduto. La relazione postulata da Sinn fra base monetaria e credito effettivo, secondo cui l'aumento della base monetaria a favore di Ponzio porterebbe via credito a Pilato, è l'esatto contrario di quella effettiva. Gli aumenti improvvisi della base monetaria avvengono solo per salvare le aziende del settore finanziario e quindi possono avere a che fare assai poco con il credito esteso al settore non finanziario, che risponde ad altre leggi ed è soggetto a un'altra dinamica. Come si è potuto vedere in maniera spettacolare, l'enorme ipertrofia della base monetaria emessa dalle banche centrali non ha condotto ad alcuno stimolo per il settore produttivo, e la velocità di circolazione del capitale non è minimamente aumentata data la carenza di domanda di business loans da parte dei capitali produttivi e commerciali, faccenda nella quale nulla c'entrano i conti Target2 o altro di simile, contrariamente alle incontrollate credenze di Sinn e parecchi altri. E così anche il punto 2 è andato. 3) Se l'euro si disintegrasse la Bundesbank semplicemente rinominerebbe i suoi asset nei nuovi deutschemark, fatto del tutto banale. Il pericolo per la stabilità del sistema finanziario non potrebbe minimamente venire dai conti Target2, che hanno un'esistenza puramente ectoplasmatica, ma dal come e quanto i bilanci delle banche e delle altre aziende finanziarie *private* venissero scossi dal crollo dell'euro, e lo sarebbero tremendamente se solo si pensa alla massa di titoli di stato nei bilanci delle banche, a tutti gli swap sui cambi e sui default che sono in giro, e a tutto il resto. Volendo artatamente spaventare i suoi concittadini sfruttandone i pregiudizi anti-Piigs, Sinn non si è accorto di avere indicato una bella e vantaggiosa strada ai Piigs medesimi. Se è vero che i Target2 costituiscono debiti che essi hanno verso le banche centrali dei non-Piigs, l'uscita dall'euro li renderebbe di colpo assai ricchi annullando all'istante questa montagna di denaro dovuto. Abbiamo così finito i tre punti. In definitiva, il prof. Sinn con la sua opera di propaganda ha dimostrato in un colpo solo di non capire nulla di cosa sia una divisa inconvertibile in generale e dell'euro in particolare. Non è l'unico in questo, ma è il migliore, perché volendo limitare i conti Target2, l'amico, un criptorivoluzionario assai abile, mira a far crollare ipso facto l'unione monetaria e l'euro. Bastava comunque guardarlo bene in faccia per intuire le sue vere intenzioni. Si veda ad es:

<http://openeuropeblog.blogspot.it/2012/07/how-many-german-economists-does-it-take.html>

12. Vedi De Grauwe and Yuemei Ji (2013).

Grafico 6

Spread Business Loans a 1 Anno. Germania-Grecia e Germania-USA.
Punti Percentuali. Dati mensili. Genn 2003-Nov 2013.



ti mercati come debiti non garantiti dall'organo che emette denaro inconvertibile ovvero come debiti privati.

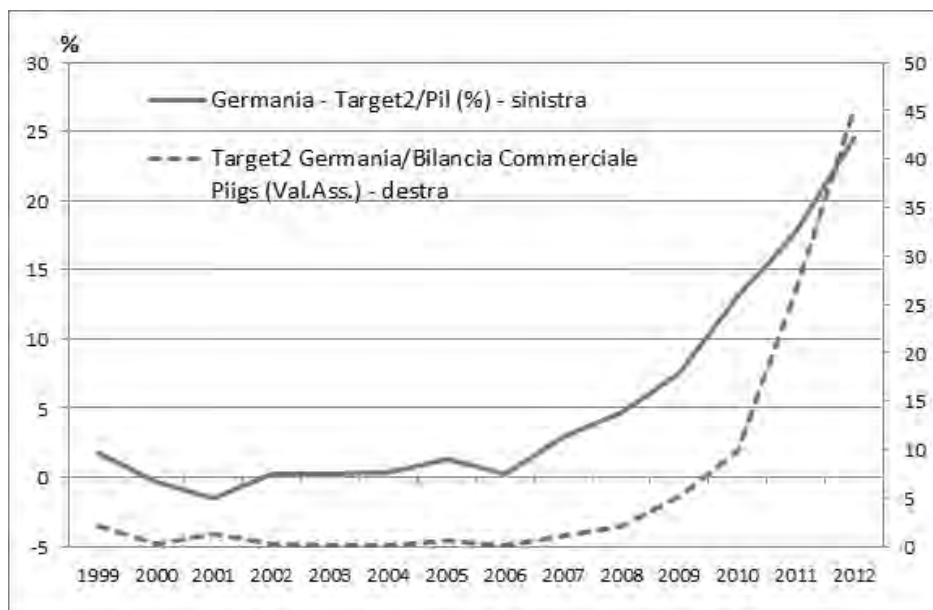
È ovvio che anche i deficit nelle bilance commerciali possono teoricamente comportare la formazione di saldi Target2 ma in una misura molto più piccola e molto più lentamente di quanto non possano fare i trasferimenti di capitale monetario, e soprattutto non generano di per sé lo spostamento violento di capitale monetario da titoli di una parte dell'eurozona a titoli di un'altra parte che fa variare i tassi di interesse relativi. Dall'introduzione dell'euro nel 1999 fino al 2007 la bilancia commerciale dei Piigs

verso l'Unione Europea è stata costantemente deficitaria senza che lo spread si muovesse dalle vicinanze dello zero, e quando la bilancia commerciale ha cominciato a muoversi verso l'equilibrio, dal 2008 in poi, lo spread è rapidamente aumentato. Nel grafico 7 si vede quale è il peso reciproco dei movimenti di capitale e dei saldi commerciali¹³. Fino al 2007 il volume dei saldi Target2 tedeschi in rapporto alla bilancia commerciale dei Piigs era inesistente; dal 2008 fino al 2012 è salito a circa 45 volte, mentre nello stesso periodo il rapporto fra conto Target2 della Bundesbank e Pil tedesco aumentava da zero fino a quasi il 25%.

13. Il conto corrente della bilancia dei pagamenti, distinto dal conto finanziario o conto di capitale, non è formato solo dalla bilancia commerciale ma anche da altre voci. La concorrenza mercantile fra nazioni (ovvero fra capitali situati in nazioni differenti) si riflette nei saldi commerciali, ed è per questo che qui vengono presi in esame solo queste parti dei saldi correnti.

Grafico 7

Germania Target2/Pil (%) e
Germania Target2/Bilancia Commerciale dei PIIGS. 1999-2012.



IL COMMERCIO INTERNAZIONALE

Una delle teorie più comuni nella sinistra a proposito dell'euro e della sua crisi riguarda il commercio internazionale fra i paesi dell'eurozona. L'idea è che, essendo l'euro di fatto una divisa *esterna* non controllata da nessuno stato dell'area dell'euro, non permette la svalutazione delle divise nazionali in caso di tasso di inflazione più elevato. Un saggio di inflazione nazionale maggiore dei concorrenti comporta quindi una perdita di competitività e la formazione di squilibri commerciali che si traducono nell'accumulo di saldi negativi. Alla lunga, la formazione di questi saldi deve

condurre a forti tensioni monetarie e alla potenziale disgregazione dell'euro. In mancanza della possibilità di svalutazione competitiva i paesi deficitari, nella fattispecie i Piigs, si trovano praticamente costretti ad agire sull'unica variabile sotto il loro controllo, il costo unitario del lavoro. Di qui le politiche di cosiddetta austerità e riduzione dei salari attraverso le liberalizzazioni del mercato del lavoro, imposte ai Piigs dall'euroautocrazia, sostenuta dal wundertandem franco-germanico¹⁴.

Sembra una bella teoria, che va anche incontro ai sentimenti e alle illusioni nazionali nutrite da una parte della sinistra odierna e serve bene come base per

14. Cfr. Costas Lapavistas et al., *Crisis in the Eurozone*, Verso, London, 2013.

la rivendicazione dell'uscita dall'euro, la ricreazione di divise nazionali e con queste l'idea di controllare la spesa pubblica e condurre il rovesciamento dell'austerità; tuttavia è molto superficiale e non regge alla verifica dei fatti e della logica.

Il grado di competitività di un certo paese è misurato da Lapavistas e dagli altri con l'indice standard da tutti usato costituito dal costo del lavoro nominale unitario, vale a dire dal costo del lavoro nominale complessivo diviso per il prodotto netto reale. Questa misura è tanto comune quanto è sbagliata. Se, come asserisce la teoria postkeynesiana, il prezzo (o il valore aggiunto unitario) fosse un multiplo costante del costo unitario del lavoro, misurare la competitività attraverso il costo unitario del lavoro potrebbe avere un senso, ma se le cose non stanno in questo modo le conclusioni che si ricavano da questo indice possono facilmente essere fuori luogo. La prima carenza della teoria degli eurosquilibri da commercio intraeurozona (che possiamo indicare con teoria ECE) sta nel fatto che non si cura dell'andamento dei profitti unitari (il profitto nominale complessivo diviso per il prodotto netto reale). Se così facendo scoprisse che al calare del costo del lavoro unitario si ha l'aumento del profitto unitario invece della diminuzione del prezzo unitario, il costo del lavoro non potrebbe più essere usato come indice di competitività.

Dal punto di vista della teoria ECE è ovvio che la Germania sia la maggior responsabile degli squilibri interni all'eurozona in ragione della sua politica detta *beggar-thy-neighbour*, basata sulla compressione dei salari cioè del costo unitario del lavoro e resa possibile dallo sfruttamento della notevole eccedenza

di manodopera messa a disposizione dall'unificazione. Il controllo dei salari unitari è valso a mantenere il tasso di inflazione tedesco al di sotto di quello dei suoi concorrenti dell'euroarea creando un vantaggio competitivo per la Germania che ha portato all'accumulazione dei disavanzi commerciali. Per sostenere questa interpretazione dei fenomeni sarebbe necessario verificare l'andamento dei profitti unitari e del saggio del profitto per i settori esportatori dell'economia tedesca. Se fossero aumentati, le cause dell'accumulo di avanzi commerciali per la Germania e di disavanzi per gli altri paesi dell'eurozona dovrebbero essere ricercate altrove.

La seconda carenza riguarda l'approssimazione della stima delle bilance commerciali dei paesi dell'eurozona (e/o di qualsiasi altro paese). La competitività internazionale di una certa nazione riguarda esclusivamente quelle merci che sono scambiate sui mercati internazionali e quindi quei settori, se non addirittura quei capitali singoli che operano nell'arena della concorrenza mercantile internazionale. Il resto della produzione di merci c'entra poco perché non può contribuire, nel bene o nel male, alla bilancia commerciale. E su questo punto le statistiche impiegate sono troppo grezze e generiche.

Il terzo punto dolente sta nell'assioma della svalutazione concorrenziale. La svalutazione di una certa divisa rispetto alle altre ossia la riduzione del suo tasso di cambio rispetto ai concorrenti non avviene artificialmente per accrescere il peso concorrenziale delle merci denominate in quella divisa ma per riportare il tasso di cambio nominale al livello determinato dai fondamentali ossia dal rapporto fra le varie produttività dei set-

tori impegnati nel commercio internazionale, e ha luogo attraverso un meccanismo oggettivo che avviene indipendentemente dalle scelte e dalle azioni di capitalisti e governi. Non c'è nessuna differenza sostanziale fra la concorrenza tra produttori nella stessa nazione e la concorrenza fra produttori di nazioni e divise diverse dato che entrambe si muovono attorno ai costi assoluti. Nell'area dell'euro i prezzi sono denominati in euro, i prezzi delle merci dello stesso tipo trattate nella sfera internazionale tendono verso un livello nominale uniforme e ogni aumento del costo del lavoro si ripercuote direttamente sui profitti, come avviene all'interno delle singole nazioni dell'eurozona o all'interno di qualsiasi altra nazione. Se un singolo capitale in una certa nazione deve per caso affrontare costi salariali superiori ai concorrenti subisce una corrispondente diminuzione dei profitti e non una diminuzione delle vendite causata dall'ipotetico aumento del prezzo unitario in proporzione al maggior costo unitario del lavoro. Aumentare il prezzo unitario di smercio in proporzione al costo unitario del lavoro non è cosa che sia in potere dei capitalisti, altrimenti la farebbero anche senza aspettare gli aumenti dei costi salariali. E se la fanno comunque, si trovano a giocare contro il mercato con forte rischio di saltare direttamente.

Trarre conclusioni dalla stima dei differenti tassi nazionali di inflazione all'interno dell'area euro non ha molto senso, come non ne avrebbe misurare i

differenti tassi statali o regionali di inflazione negli Stati Uniti – cosa che si può facilmente fare scoprendo che non sono omogenei – e dedurne delle conclusioni sull'intrinseco squilibrio del commercio interstatale americano, conclusioni che sarebbero del tutto assurde¹⁵.

La quarta mancanza della teoria in questione l'abbiamo già considerata e riguarda la circostanza che la crisi dell'eurozona con il veloce innalzamento degli spread e lo stato di virtuale insolvenza di alcuni governi *non* è il risultato dell'accumulazione di disavanzi commerciali causati dalla perdita di competitività ma degli spostamenti, praticamente istantanei, di capitale monetario da un paese all'altro vale a dire dai Piigs verso la Germania e altri stati minori ritenuti suoi satelliti, determinati dalla verifica dello status virtualmente privato dei debiti pubblici dei Piigs, molto accresciuti per effetto della crisi e intenzionalmente abbandonati a se stessi dalla BCE.

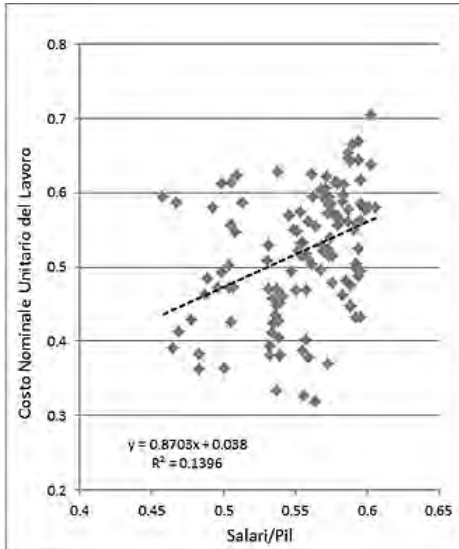
Secondo la teoria ECE è logico che sia la Germania la maggior responsabile degli squilibri interni all'eurozona a causa della sua politica di tipo beggarthy-neighbour basata sulla compressione dei salari cioè del costo unitario del lavoro tedesco resa possibile dallo sfruttamento della notevole eccedenza di manodopera messa a disposizione dall'unificazione. La compressione dei salari unitari ha tenuto il tasso di inflazione tedesco al di sotto di quello dei suoi concorrenti nell'area euro creando un vantaggio competitivo per la Germania che ha portato all'accumula-

15. Un altro difetto dei fondamenti della teoria ECE riguarda la funzione della svalutazione competitiva, che è all'opera quando uno stato controlla la propria divisa. Se la svalutazione competitiva esistesse dovrebbe costantemente portare i tassi di cambio a livelli tali da eliminare nel breve periodo gli squilibri nelle bilance commerciali. Quello che però si osserva nella realtà è il permanere di avanzi e disavanzi commerciali anche per lunghissimi periodi.

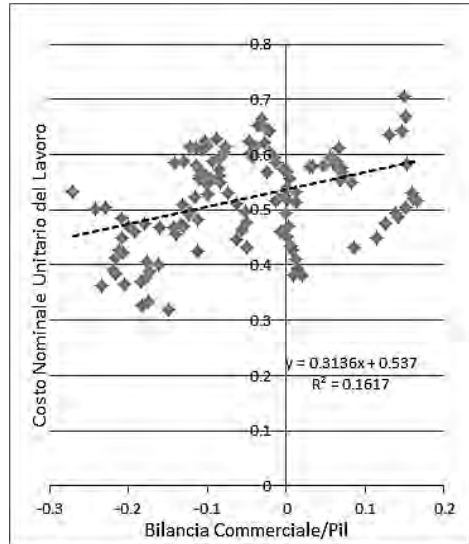
Grafici 8

Eurozona 1999-2012.

8A. Costo Nominale Unitario del Lavoro vs. Salari/Pil.



8B. Costo Nominale Unitario del Lavoro vs. Bilancia Commerciale (beni)/Pil.



zione dei disavanzi commerciali alla base delle tensioni interne all'area dell'euro.

I motivi del vantaggio competitivo tedesco degli ultimi dieci anni vanno però cercati altrove, stando alle statistiche disponibili.

La correlazione fra il costo del lavoro unitario e la quota dei salari sul Pil (grafico 8A) è più significativa della correlazione fra costo del lavoro unitario e bilancia commerciale relativa dei vari paesi dell'eurozona (grafico 8B). Non solo, ma quest'ultima relazione è rovesciata rispetto a quella sostenuta dalla teoria ECE. A un aumento del costo del lavoro unitario dovrebbe corrispondere un peggioramento della bilancia commerciale e viceversa cioè una relazione inversa mentre qui appare una relazione diretta.

HEIMAT

Dove tuttavia i rappresentanti della ECE theory hanno da vendere è nel voler demolire il mito, messo in giro dalla vile e corrotta propaganda ufficiale, di una Germania relativamente più efficiente, impegnata in un processo di accumulazione sostenuta con alti aumenti di produttività e per questo dominatrice sui mercati mondiali, opposta a un'Europa del sud indolente e parassita, impegnata a consumare per fare la bella vita e perciò in via di crescente indebitamento. Come quasi sempre accade con la propaganda, è vero esattamente il contrario. La performance economica tedesca nell'era dell'euro può essere giudicata tutto fuorché ammirevole, anzi, sembra che l'avvento della moneta unica abbia accentuato il declino

storico della nazione che, fra tutte quelle d'Europa, un tempo viveva per accumulare capitale fisso, incorporando nuove tecnologie e aumenti di produttività superiori ai concorrenti e vendere al mondo intero le sue merci dalle mitiche qualità.

L'andazzo odierno dell'economia tedesca è praticamente l'opposto di quello di un tempo ed è l'esatto contrario dello stereotipo diffuso dalla propaganda. Il grafico 9 espone l'andamento del saggio di accumulazione e della produttività dell'economia tedesca e quello seguente l'andamento nel dopoguerra del tasso di variazione del Pil reale, piuttosto ben correlato con i movimenti del saggio di accumulazione e della produttività, e che denuncia un declino fra i più marcati dell'area Ocse.

L'andamento del saggio di accumulazione ha la stessa forma di quello di tutti gli altri paesi sviluppati: un periodo di ascesa tendenziale dalla fine della guerra fino a un certo momento degli anni '70 o

'80, che coincide grosso modo con il grande boom postbellico, e quindi un declino tendenziale con qualche oscillazione. Il percorso del tasso di variazione della produttività del lavoro è molto simile a quello del saggio di accumulazione con i due trend non lineari praticamente identici. Coloro che, per spiegare il suo apparente successo mercantile nella zona dell'euro, amano tirare in ballo i superiori investimenti in capitale fisso della Germania con conseguenti maggiori guadagni in produttività semplicemente non sanno quello che dicono, e difatti non sono in grado di portare nessun dato a proprio sostegno. Assai meglio sarebbe per la loro istruzione frequentare qualche corso serale nella materia "studio ed osservazione dei fenomeni", anche se è piuttosto difficile che ne siano interessati perché, come dice il poeta, se gli assiomi dell'algebra urtassero gli interessi di qualcuno avrebbero già provveduto a cambiarli.

Grafico 9

Germania. Saggio netto di accumulazione e tasso di variazione della produttività del lavoro. 1971-2012.

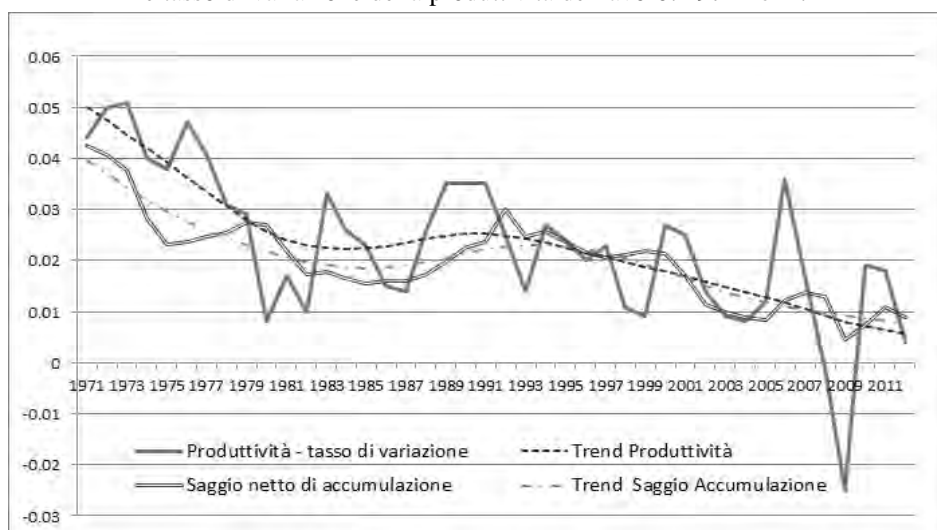
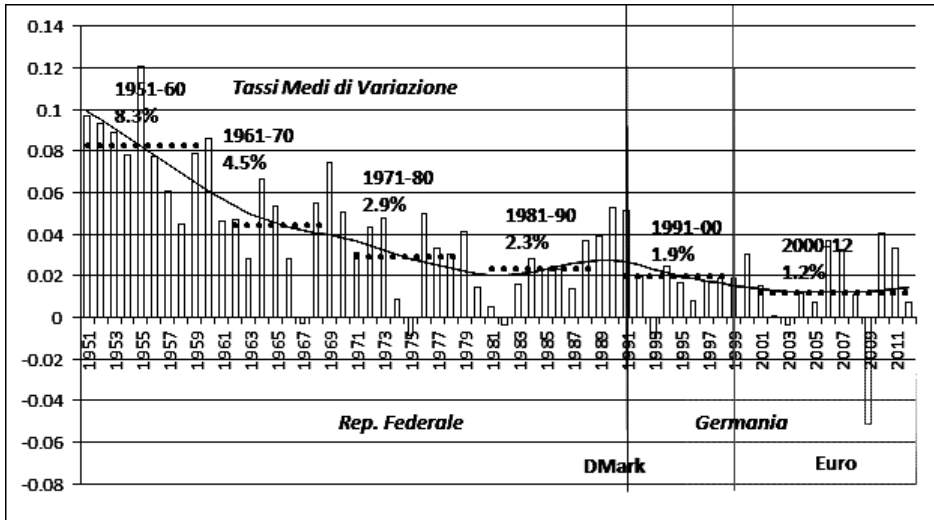


Grafico 10

Germania. Tasso di variazione annua del PIL reale. 1951-2012.



Men che meno la Germania sfugge alla legge del capitalismo di oggi che stabilisce che il saggio di accumulazione debba divergere dal saggio del profitto

per formare una massa crescente di capitale monetario potenziale da impiegarsi fuori dal circuito del capitale produttivo.

Grafico 11

Germania. Saggio del Profitto e Quota di Profitti Non Accumulati 1960-2012.

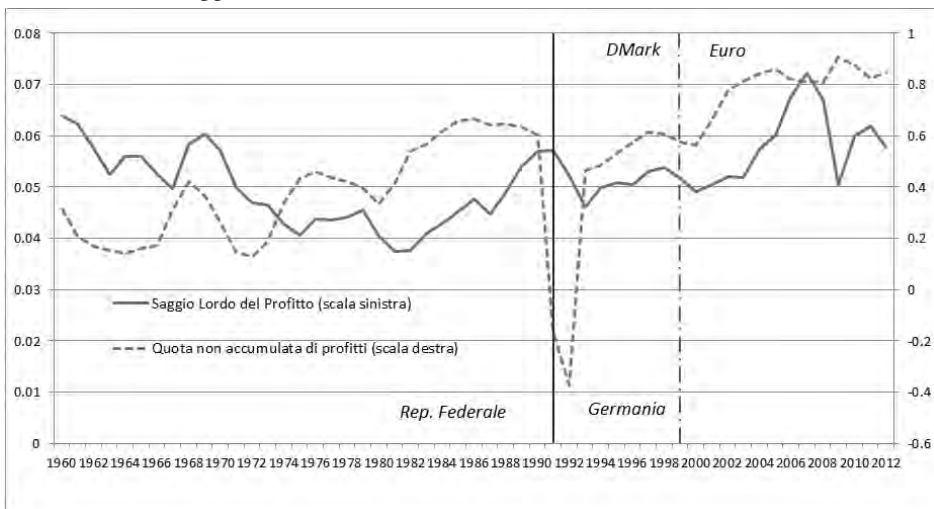
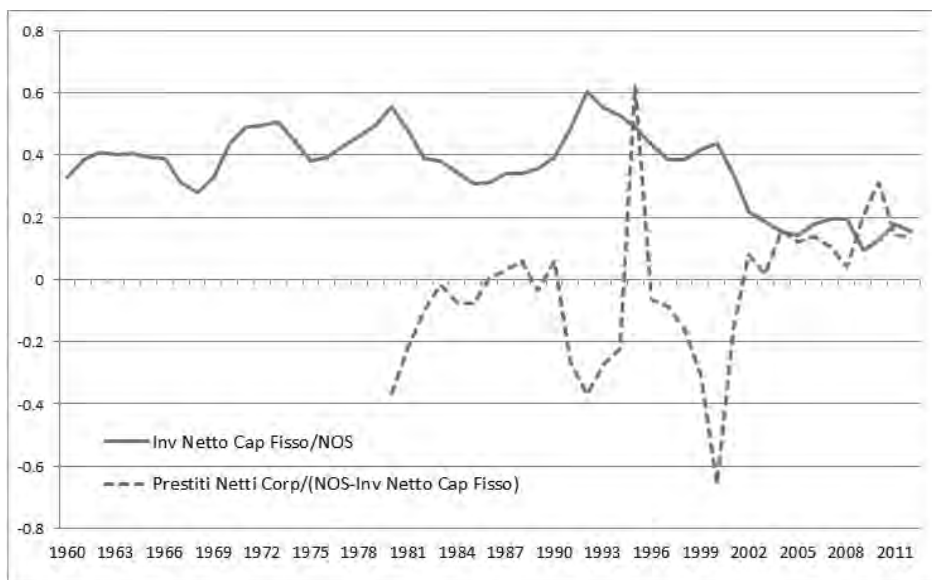


Grafico 12

Germania. Investimento Netto in Capitale Fisso/NOS e Prestiti Netti/(NOS – Inv. Netti) delle Corporation NonFinanziarie. 1960-2012.



La diminuzione del saggio del profitto¹⁶ può spiegare il declino del saggio di accumulazione solo fino all'inizio degli anni '80 (grafico 9). Dopo, il movimento del saggio di accumulazione assume una sua propria fisionomia discendente che lo porta a formare nel tempo una notevole massa di capitale monetario eccedente (grafico 11).

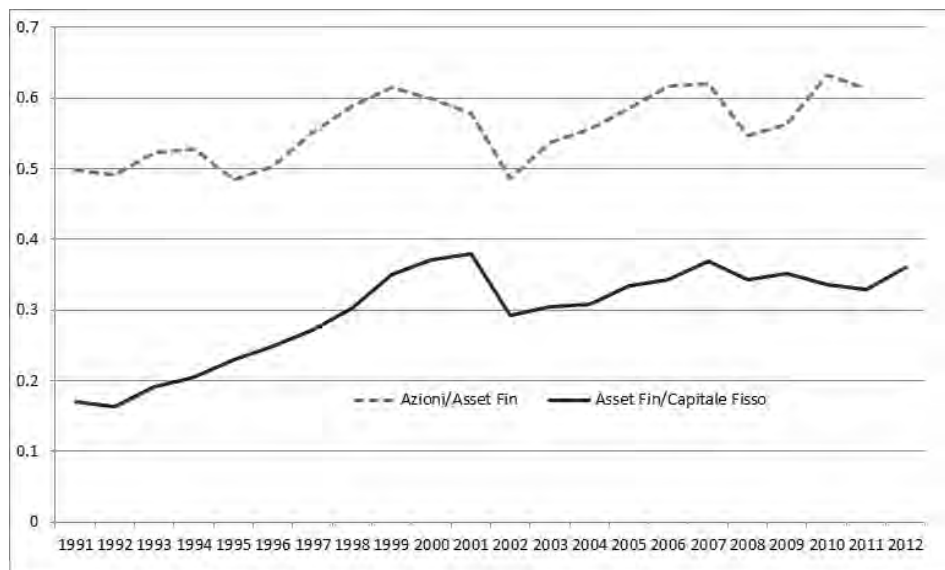
L'interessante sarebbe capire come questo capitale è stato impiegato. Ma la Germania è altra cosa dagli Stati Uniti, e, in omaggio alle sue grandi tradizioni di libertà, tolleranza, circolazione delle idee, spirito critico e efficienza, non possiede statistiche pubbliche degne di tal nome, *ergo* dei flussi di capitale e reddito dell'economia tedesca sappiamo poco o nulla¹⁷.

16. Il saggio del profitto del grafico 11 si avvicina al saggio generale del profitto. È misurato come il rapporto fra il Net Operating Surplus delle corporation e il loro stock netto di capitale fisso misurato ai costi di riproduzione. Come in molti altri paesi, ad es. gli Stati Uniti, tende a calare dalla fine della guerra fino ai primi anni '80 (il minimo è nel 1982) per poi prendere una tendenza ascendente, che però non reca con sé una tendenza parallela del saggio di accumulazione bensì un movimento opposto accompagnato dall'accumulazione di asset finanziari nei bilanci delle corporation non finanziarie. L'aumento tendenziale della quota non accumulata dei profitti lordi è interrotto solo negli anni 1991 e 1992 a causa delle enormi spese per la riunificazione, che hanno riguardato soprattutto il cosiddetto capitale fisso residenziale e le infrastrutture.

17. Non solo quelle tedesche ma tutte le statistiche dell'Unione Europea e dell'Eurozona sono una faccenda da puri e semplici pezzenti. Povere, raffazzonate, ideologicamente deformate, presen-

Grafico 13

Germania. Corporation Non Finanziarie.
Asset Finanziari e Stock Netto di Capitale Fisso 1991-2012.



Da un certo momento in poi nel corso degli ultimi trentacinque anni le corporation tedesche da debentrici nette sono diventate prestatrici nette di capitale, e questo per il semplice fatto che il loro investimento netto di capitale fisso è nettamente declinato in rapporto al loro net operating surplus (NOS) dalla riunificazione in poi. Questo calo ha lasciato un residuo di capitale monetario che è diventato capitale prestabile durante il periodo dell'euro (cfr. grafico 12).

Ma la funzione creditizia delle corporation non finanziarie pur essendo una

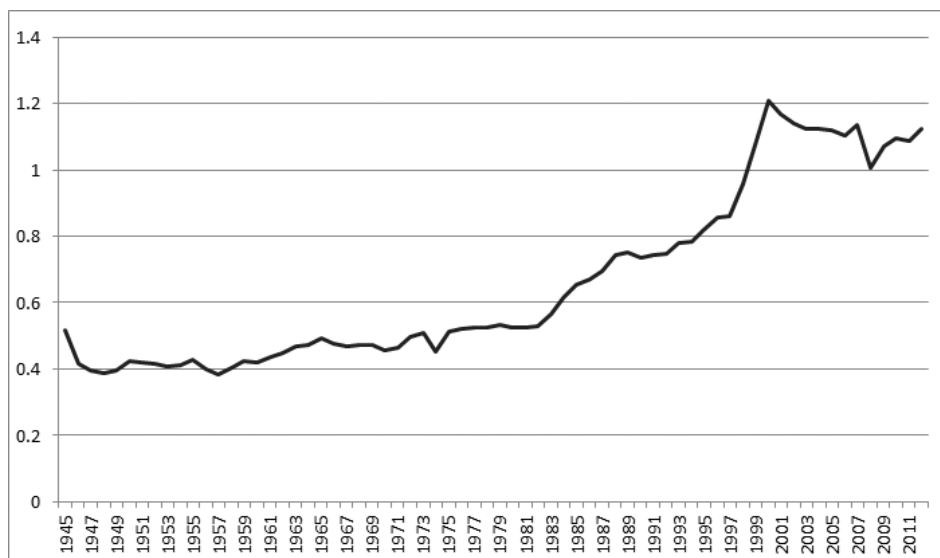
novità non è gran cosa. Nei loro bilanci molto maggiore è la crescita della quota di asset finanziari, che è saltata fuori verso la fine degli anni '70 dopo essere rimasta praticamente nulla nel corso dei primi tre decenni del dopoguerra, aumentando poi decisamente con gli anni della riunificazione.

Fra gli asset finanziari detenuti dalle corporation non finanziarie spiccano, per stranezza e loro peso relativo, le quote azionarie, le maggiori responsabili dell'ascesa degli asset finanziari nei bilanci del settore non finanziario, mentre le altre

tate in modo astruso, difficili da raccogliere e sistematizzare, riflettono assai bene la gretta cialtraggine piccolo-borghese che è la metà di tutta la storia della UE, l'altra metà essendo costituita da criminalità economica e politica allo stato puro. È evidente che, del tutto diversamente dalla loro controparte americana, ai tipi che lavorano alle eurostatistiche dei loro numeri non frega proprio niente, pronti come sono a nascondersi e a rigirarli da tutte le parti a seconda di come torni loro comodo. L'ignobile euroautocrazia non è forse venuta al mondo per arricchirsi svendendo le risorse sociali? E le statistiche, che sono mai?

Grafico 14

Usa. Corporation Non Finanziarie.
Asset Finanziari/Capitale Fisso. 1945-2012.



voci (loans, depositi, receivables) variano poco. È interessante notare che il capitale finanziario detenuto dalle corporation non finanziarie americane è piuttosto differente, essendo quasi tutto fatto di titoli a breve e depositi, come money market, commercial paper, depositi bancari, receivables e altro del genere, quantunque ci sia un abisso fra il rapporto generale Asset Finanziari/Capitale Fisso delle aziende tedesche e quello delle americane, quasi tre volte e mezzo più grande.

Pur non esistendo a disposizione statistiche almeno decenti si può dedurre che una parte non scarsa del capitale monetario accumulato dal settore non finanziario tedesco sia finita a finanziare l'attività di prestito delle banche e del settore finanziario in genere che in buona parte ha preso la via dell'estero sotto svariate forme: investimenti spe-

culativi a Wall Street e sui cosiddetti mercati emergenti e acquisizione di titoli di stato dell'euroarea.

In definitiva, l'economia della Germania appare come un organismo linearmente declinante che cerca in qualche modo di intraprendere la via evolutiva (*leggi*: involutiva) americana ma senza averne la possibilità, posto che creare dal nulla un polo alternativo alla finanza americana, che attrae i surplus di capitale monetario da tutto il globo, è semplicemente impossibile, anzi paradossale, perché il tentativo finisce invariabilmente con il fornirle fonti supplementari, come si è osservato dalla nascita dell'euro fino ad ora. Wall Street è imbattibile non solo perché poggia sulla singola economia capitalistica più grande del mondo ma anche perché dietro di sé ha la Federal Reserve e il governo degli Stati Uniti,

che sono un contraltare unico a livello mondiale al rischio che è intrinseco al circuito del capitale investito speculativamente – tanto più evidente dopo la strepitosa dimostrazione offerta dal worldwide crash del 2007-2008 –; e chiunque si prodighi per mettere insieme masse di capitale monetario eccedente deve, prima o poi, *volens vel nolens*, direttamente o indirettamente, finire per indirizzarle verso la finanza americana o angloamericana la cui attrazione gravitazionale è ovviamente superiore a qualsiasi cosa.

AUSTERITY

Austerity è un laido e fuorviante sostantivo, emerito esempio dell'immondo gergo mediatico in voga, che dietro la riduzione di una parte della spesa pubblica cela il nudo e crudo peggioramento dei servizi sociali e delle condizioni di vita e lavoro, assieme alla riduzione dei salari reali e della quota dei salari sul reddito nazionale (e quindi all'aumento di quella dei profitti). Nonché il proliferare di parassiti, profittatori e truffatori di ogni tipo sul corpo dilaniato dei bisogni sociali e individuali convertiti in beni speculativi per mezzo dei quali formare masse di capitale monetario non investibili ma da impiegare nel circuito speculativo.

L'austerità è in parte un semplice aspetto del peggioramento della distribuzione

del reddito causato dalla riduzione nel potere contrattuale dei lavoratori salariati, che a sua volta è l'effetto, ormai di lungo periodo, del gigantesco aumento dell'esercito industriale di riserva mondiale dagli anni '80 in poi¹⁸. Diminuendo la parte sociale o indiretta del salario attraverso l'azione dei governi, il capitale ottiene la possibilità di ridurre l'esborso in imposte e contributi – che non sono suoi *dei lavoratori salariati* – e quindi l'aumento dei profitti e del saggio del profitto netti, e perfino di riuscire a lucrare un sovrapprofitto redistributivo costituito dalla differenza netta fra le spese effettive sostenute dai lavoratori per la riproduzione sociale della forza-lavoro (tasse, contributi) e quanto trasferito all'insieme dei lavoratori salariati (servizi sociali usufruiti)¹⁹.

Sotto questo aspetto l'austerità è una funzione diretta dell'aumento della redditività del capitale e non riguarda soltanto i servizi che entrano nella riproduzione della forza-lavoro ma anche le condizioni generali entro cui si riproducono la società e il capitale stesso come ad es. le infrastrutture, che da parecchio tempo sono entrate in una fase di decadenza e sottosviluppo.

Per un'altra parte, l'austerità è un prodotto, diretto e indiretto, tanto della stagnazione economica quanto dell'immane accumulazione di capitale monetario impiegato speculativamente.

18. Vedi Stockhammer (2013).

19. Malgrado le credenze diffuse riguardo al ruolo redistributivo dello stato il welfare state è completamente autofinanziato dalle imposte e dai contributi versati dall'insieme della classe dei lavoratori salariati, come molti studi dimostrano (vedi Shaikh, 2003). Il welfare state è in realtà un meccanismo redistributivo che si svolge non fra profitti e salari ma fra differenti sezioni dei lavoratori salariati: occupati e disoccupati, giovani e anziani, lavoratori in attività e pensionati, e così via. Ridurre la spesa pubblica per la parte indiretta dei salari al di sotto del flusso proveniente dal reddito lordo dei lavoratori salariati equivale a creare un sovrapprofitto redistributivo da intascarsi in maniere assai varie. In effetti, è questo uno dei segreti della politica economica di oggi.

I profitti speculativi sono *profits upon alienation*, come erano chiamati nei secoli XVIII e XIX, e sono quindi resi possibili da una specifica forma di inflazione, quella che concerne le merci non riproducibili, nelle quali il ruolo principe è ovviamente giocato da tutte le varie forme di capitale fittizio e nominale. Anzi, volendo essere precisi, i profitti speculativi *sono* la misura di questa inflazione, che si trova in correlazione inversa con l'inflazione dei prezzi delle merci normali, i valori d'uso prodotti e riproducibili. L'inflazione dei prezzi dei titoli è un prodotto automatico e diretto dell'entrata di capitale monetario nel circuito speculativo, più capitale monetario entra in questo circuito e più i prezzi delle merci che vi circolano si devono innalzare e meno capitale entra nel circuito del capitale produttivo. Ne viene che le due inflazioni appaiono inversamente correlate, e che l'inflazione delle merci prodotte è l'antagonista dell'altra, quella che ricade direttamente nella sfera del capitale finanziario. Tuttavia è totalmente impossibile dimostrare che il regolare flusso del capitale produttivo, che fa continuamente uscire e rientrare capitale in forma monetaria, abbia qualcosa a che fare con l'inflazione, che appare piuttosto come il risultato dell'entrata di capitale monetario creato dal nulla attraverso la monetizzazione del debito pubblico, che diviene così il nemico primario delle operazioni della finanza speculativa. Di qui la riduzione dei deficit pubblici per mezzo dell'austerità come funzione della riproduzione del capitale speculativo, anzi come unica politica compatibile con la sua esistenza e la sua fioritura, e quindi l'euro come concentrato di questa politica essendo una divisa tale da rendere questa politica automatica.

I pugilatori a pagamento – politici, accademici, consulenti, pennivendoli della stampa e repellenti imbonitori televisivi – hanno la teoria che stabilisce un rapporto inverso fra le spese pubbliche e la crescita del reddito nazionale; mentre le anime pie che rappresentano il punto di vista dei funzionari pubblici intermedi e inferiori e dei professorini ad ingaggio medio-basso, innalzano la teoria opposta. In realtà i due punti di vista non sono così antisimmetrici come parrebbe. I boxeur dicono una cosa ma in realtà ne intendono un'altra. Del reddito nazionale a costo non importa assolutamente nulla, per “crescita” intendono l'allargamento del turnover della finanza in particolare e l'aumento dei profitti al netto delle imposte in generale. Nella sua forma letterale, quella propagandata, il dogma dei boxeur è un'asserzione ideologica totalmente priva di senso ma in questa forma diventa una teoria esatta sebbene con dei limiti, e nemmeno da poco.

Dato che la spesa pubblica riguarda in gran parte la riproduzione della forza-lavoro è assolutamente esatto asserire che fra la sua riduzione e la quota dei profitti sul reddito nazionale c'è un rapporto diretto, ma questa relazione vale solo se si presuppone che l'accumulazione di capitale ristagni e il saggio di accumulazione diverga dall'andamento del saggio del profitto. Se il saggio di accumulazione tendesse ad aumentare anche la massa della forza-lavoro impiegata si estenderebbe e la spesa pubblica dovrebbe crescere in corrispondenza, come è appunto avvenuto nel golden age del capitalismo. La teoria dei boxeur è dunque una teoria del declino del capitale, dei mezzucci cioè da applicarsi per restare a galla una volta assunto il carattere naturale di questo declino dell'accumulazione.

I boxer non distinguono fra accumulazione del capitale produttivo e accumulazione di capitale speculativo però nasano subito che fra l'accumulazione fittizia di capitale speculativo e l'inflazione sussiste un conflitto. L'inflazione riduce i redditi reali e tende ad annullare il saggio di interesse ma soprattutto opera nel senso di spingere il capitale monetario verso i titoli indicizzati e fuori dal circuito del mercato azionario e dei fondi speculativi. Quanto più elevata tanto più agisce in questo senso, e tanto più antagonista viene percepita dal capitale impiegato speculativamente. Di qui la teoria della monetizzazione del debito pubblico come il più serio ostacolo alla "crescita economica" ossia alle operazioni del capitale funzionante nella finanza. Una ragione di rincalzo per sostenere il nesso inverso fra debito pubblico (spesa sociale) e crescita (turnover del capitale finanziario) è il campo di azione che si apre ai profittatori di ogni risma con il venir meno delle varie funzioni del welfare. Con una parte dei capitali risparmiati contraendo il salario indiretto si mettono in piedi attività che fanno finta di surrogare il welfare state ma che sono solo ruberie e speculazioni ai danni dei più poveri e bisognosi fra i lavoratori. L'elenco, in aggiornamento quotidiano, sarebbe infinito e rivela bene come il venir meno del salario indiretto sia un affare meraviglioso per molti che riescono a trasformare i bisogni sociali in mezzi di profitto da estorsione.

In questo elenco parte prominente hanno naturalmente non solo le industrie che producono i beni e servizi che formano la parte sociale del salario ma anche quelle che forniscono le condizioni generali della produzione e distribuzione, come i trasporti, l'elettricità, l'acqua, le telecomunicazioni, le infrastrutture varie, che possono solo

essere usate socialmente dall'insieme della produzione e circolazione. Come dal punto di vista della razionalità capitalistica è stato un notevole vantaggio togliere di mezzo la rendita fondiaria così la produzione e gestione centralizzata delle condizioni generali di produzione, comprese quelle della riproduzione della forza lavoro, costituisce l'unica possibile garanzia che esse continuino a corrispondere ai bisogni generali dell'accumulazione invece di costituire un ostacolo. Esattamente per questo, in pratica, sono state ovunque statizzate nel corso dell'evoluzione del capitalismo, dopo che i fatti avevano dimostrato che i capitali privati non erano in grado di farvi fronte e anzi rischiavano di rendere impossibile in generale lo svolgersi fluente della produzione e circolazione. Una volta che si siano di nuovo rese autonome, attraverso privatizzazioni fraudolente – regali, ruberie e trucchi di ogni sorta da parte di politicanti in favore di amici affaristi da quattro soldi – non possono certo tornare ad essere vasti campi di investimento, come erano agli inizi del capitalismo moderno per poi fallire come tali, ma terreni puramente speculativi in cui il carattere unico e monopolistico del servizio venduto viene sfruttato per lucrare profitti da estorsione e non da produzione, e il risultato finale è assai spesso la distruzione dei mezzi di produzione esistenti in questi settori.

La teoria delle anime belle, recentemente scatenatesi nell'ufficio, tanto disonorevole quanto disonestamente e comicamente illusorio, di fornire consigli e prescrizioni a non finire, precise fino nei più maniacali dettagli, ai governi e ai politicanti per metterli in grado di superare la crisi ed evitarne altre in futuro – nientemeno – si fonda sulla proposizione generale che nelle crisi, quando il grado di utilizzo generale della

capacità è relativamente basso la politica anticiclica deve consistere essenzialmente nell'incremento della spesa pubblica in deficit. Gli accresciuti acquisti dell'amministrazione statale costituiscono un aumento della domanda di beni di consumo e/o non riproduttivi in genere che naturalmente innalza il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore dei beni di consumo. Un maggiore tasso di utilizzo di capacità produttiva implica un aumento di domanda per gli input produttivi che servono a produrre i beni di consumo e quindi per gli input di questi input, e così via. L'accresciuta produzione diviene generale e genera un reddito sociale più grande di quello di partenza con il quale il deficit iniziale viene cancellato.

È ovvio che il deficit-spending ruoti attorno ai beni di consumo o comunque a beni non riproduttivi perché, essendo l'apparente anello terminale della catena produttiva, si può immaginare che influenzino tutti gli altri precedenti. Ma questo non è necessariamente vero. In prima istanza, l'aumento della domanda di beni di consumo viene ottenuto usando i magazzini esistenti, abbastanza grossi se c'è una crisi in corso; successivamente, si impiegano le scorte accumulate in precedenza e inutilizzate nel momento in cui la produzione aveva rallentato. Solo dopo queste due fasi, se l'accresciuta domanda è persistente, si ha un aumento della domanda di input produttivi. A sua volta, anche quest'aumento deve passare attraverso le due fasi descritte per generare un accrescimento della domanda per gli

input più indiretti e così via attraverso gli stadi successivi. Per arrivare a un aumento della capacità produttiva, e non semplicemente del grado del suo utilizzo, bisogna che la domanda proveniente dall'amministrazione pubblica sia continua durante un certo intervallo di tempo, in misura tale da esaurire la capacità esistente in tutti gli stadi produttivi. Solo a questo punto la domanda eccedente creata dallo stato dovrà implicare un'estensione dello stock di capitale fisso esistente. Tuttavia l'accumulazione di capitale fisso, che è il nucleo dell'accumulazione, è qualcosa di un po' diversa dall'aumento del tasso di utilizzo del capitale fisso, che può variare di colpo senza grossi problemi. L'installazione di macchinari, impianti, strutture implica una prospettiva di parecchi anni che sono necessari per completare l'ammortamento del valore del capitale fisso.

Dato che per riuscire a condizionare l'accumulazione la domanda creata dalle spese pubbliche deve essere notevolmente continua e stabile, la conseguenza è che la produzione di beni non riproduttivi deve crescere più di quella dei beni riproduttivi e, in questo senso, spostare tendenzialmente la riproduzione dell'insieme del capitale sociale verso la riproduzione semplice. Se la spesa in deficit serve nel breve periodo per contrastare gli effetti acuti della crisi, nel lungo periodo non può mancare di deprimere il saggio generale di accumulazione tendendo semplicemente a devitalizzare il capitalismo. Questo dal lato della produzione²⁰.

20. La teoria di Keynes è fondata sul breve periodo, il che è intrinsecamente contraddittorio. È stato Roy Harrod a cercare di generalizzarla al lungo periodo ottenendo appunto il risultato che la stabilizzazione keynesiana a breve comporta la stagnazione dell'accumulazione nel lungo periodo. Anwar Shaikh ha completato e riformulato coerentemente il modello di Harrod. Vedi Shaikh (1992).

L'idea è che una volta messa in moto la crescita, il meccanismo produrrà un aumento del reddito sociale tale da cancellare il debito iniziale. Tuttavia, lo stato non realizza nessun investimento produttivo che produca profitti che compensino gli interessi sul debito contratto. Quindi, è il profitto del capitale privato che, grazie alla maggiore crescita promossa dalle spese pubbliche, deve aumentare in una misura sufficiente da coprire la maggior tassazione necessaria a eliminare il debito iniziale. Il profitto del capitale esistente può aumentare solo della misura dovuta all'aumento del tasso di utilizzo della capacità che è, più o meno, il livello a cui si trovava al momento della crisi, ma non superarlo. E se, poniamo, la crisi fosse stata in ultima istanza causata da una diminuzione di lungo periodo del saggio del profitto, il deficit-spending promosso dallo stato tenderebbe a perpetuare le condizioni di crisi incombente e non ad eliminarle. Ciò contrasterebbe con l'assunto che la maggiore crescita conduca a un più grande profitto sociale e di qui a maggiori tasse per cancellare il debito dal momento che le imposte addizionali non farebbero che aggiungere un nuovo peso sul saggio del profitto e sui profitti netti.

Non c'è però nulla al mondo che renda obbligatorio eliminare il debito pubblico per mezzo delle imposte. Può sempre essere monetizzato, come si dice in gergo, vendendo il capitale fittizio che lo rappresenta alla banca centrale. In questo caso gli interessi sono fasulli perché sono pagati e riscossi dal governo e il rimborso dei titoli può protrarsi all'infinito con l'emissione di altri titoli. Questo procedimento, che porta alle stelle il carattere fittizio del capitale rappresentato nei titoli di stato, è praticamente equi-

valente all'immissione diretta nella circolazione di denaro statale a corso forzoso, che è qualcosa che appartiene a fasi alquanto più primitive dello sviluppo del sistema creditizio e non ha corrispondente in nessuna parte delle merci prodotte. La differenza con il denaro statale è che i titoli di stato rimangono note di credito e possono essere ritirati attraverso il rimborso effettivo che riduce la quantità di denaro in circolazione mentre il denaro statale deve restare entro la circolazione.

Che venga introdotto nella circolazione direttamente come denaro statale oppure come denaro della banca centrale contro titoli di stato l'essenziale è che il denaro emesso in questi modi come controparte del debito pubblico non corrisponde a nessuna parte della produzione sociale mentre in generale il denaro bancario viene emesso e circola in riferimento all'output prodotto. La domanda che si presenta sul mercato costituisce un'aggiunta *esterna* alla circolazione e produzione; mano a mano che il grado di utilizzo della capacità si accresce la natura esterna della domanda generata dalle spese pubbliche si fa sempre più sentire come tale e deve portare ad un'alterazione più o meno continua nella funzione di scala dei prezzi del denaro, quella che viene chiamata volgarmente inflazione e che ha l'effetto di mantenere il saggio netto del profitto riducendo il peso degli interessi e nascondere le sostanziali condizioni di crisi. Crescendo, l'inflazione tende a vanificare la funzione del denaro e a separare i momenti dello scambio di merci ma per arrivare a questo deve raggiungere livelli molto alti. In generale, molto più che una causa è la manifestazione dello spostamento del sistema economico verso una riproduzione senza accumulazione, anche se

negli anni '70 ha a sua volta contribuito fortemente a ridurre i corsi azionari a livelli infimi, circostanza che ha promosso forti ondate di fusioni e concentrazioni in cui è stata usata parte del vasto capitale inattivo esistente e che hanno poi condotto ai violenti rialzi dei corsi verso l'inizio degli anni '80 all'origine del lungo boom speculativo.

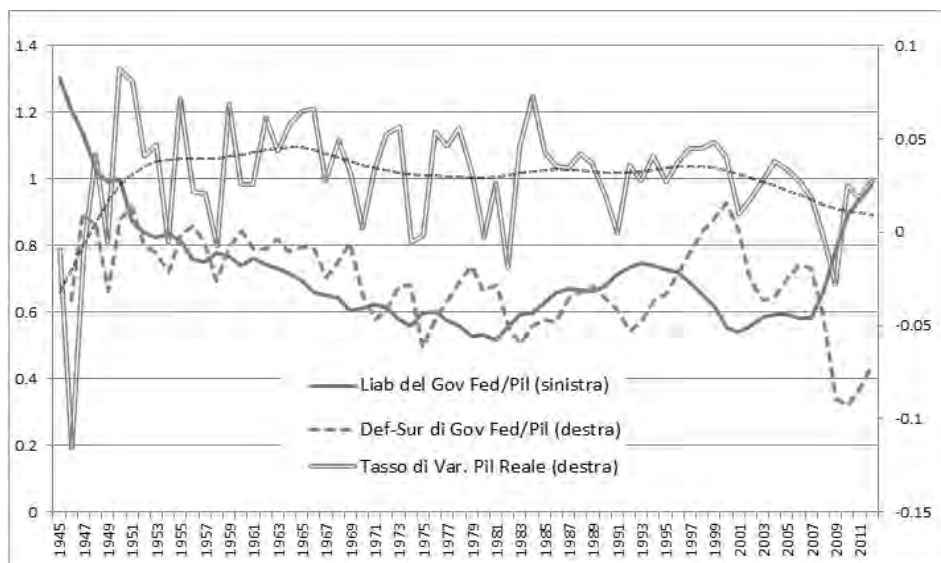
Tuttavia tutta questa è, almeno in pare, una storia per bambini. Il tendenziale aumento del debito pubblico in rapporto al reddito nazionale avvenuto dopo la fine del boom postbellico non è dovuto alle uscite bensì alle entrate delle amministrazioni pubbliche, e le politiche favorite dalle anime belle (keynesiani e postkeynesiani) in gran misura sono parte del corpus delle leggende metropolitane. È perfettamente vano rifarsi a una qualche passata epoca keynesiana per il semplice fatto che quest'epoca non è mai

esistita. Malgrado la propaganda, sia amica che nemica, gli stati hanno rincorso affannosamente il movimento del proprio debito cercando di tenerlo sotto controllo ma non lo hanno creato appositamente mediante una politica economica consegnata per favorire in qualche modo la cosiddetta crescita.

Per converso, nemmeno il nesso opposto, postulato dai servi a pagamento della cosiddetta economic theory, possiede un qualche senso. La riduzione forzosa del debito pubblico, che si applica soprattutto alle voci del salario indiretto, non ha né ha mai avuto alcun effetto di innalzamento del saggio di accumulazione e del tasso di variazione del reddito nazionale. Il motivo è molto semplice. Il debito pubblico relativo è diventato un problema di una qualche apparente importanza dagli '70 in poi, nel momento in cui il boom postbellico si è esaurito, ma negli

Grafico 15

Usa. Debito Federale/Pil, Deficit-Surplus Federale/Pil.
Tasso di Variazione del Pil reale. 1945-2012.



anni '70 l'esercito di riserva internazionale per quanto assai cresciuto era ancora molto ridotto rispetto al compito di ridurre la parte sociale del salario. Solo negli anni '80 la faccenda ha cominciato a prendere dimensioni serie, diventate poi fenomenali nei due decenni successivi. A questo punto, però, il saggio del profitto netto ha cominciato ad aumentare proprio grazie alla continua erosione della forza contrattuale dei lavoratori, il che ha implicato che la pressione della concorrenza fra capitali, da cui dipendono i crescenti investimenti in capitale fisso per conseguire gli aumenti di produttività necessari a sopravvivere, fosse avvertita molto meno di un tempo. In un andazzo di questo genere la diminuzione delle imposte sui profitti resa possibile dalla diminuzione del debito relativo si è aggiunta ai fattori che spingevano verso l'alto il saggio del profitto aggravando in questo modo la stagnazione dell'accumulazione invece di riportarla ai bei dì del golden age, fino all'enorme balzo in alto del debito pubblico a causa del violento impatto della Great Recession dal 2008 in poi.

Dal grafico 15 si osservano alcune cose abbastanza notevoli: 1) Il boom postbellico è associato ad un debito pubblico relativo fortemente calante (-54% circa dal 1946 al 1969) nonché a deficit relativi praticamente inesistenti (oscillanti intorno allo 0.8% del Pil nel periodo 1946-1969); 2) L'aumento dei deficit relativi *segue costantemente* le riduzioni nel tasso di variazione del Pil reale e l'unico periodo di calo del debito pubblico relativo dopo il boom postbellico è nella seconda parte degli anni '90 ed esclusivamente a causa del boom delle entrate dovuto alle imposte sui profitti speculativi (il Clinton boom) che nel periodo

raggiunsero il loro massimo storico; 3) Il maggior aumento del debito pubblico relativo al di fuori della II guerra mondiale si ha dal 2007 al 2012 (+70% circa) ed è evidentemente associato alle forti riduzioni del Pil nella crisi ma non alla ripresa di consistenti tassi di crescita del Pil una volta superata la fase acuta della crisi.

L'insieme suggerisce che le variazioni del debito pubblico in rapporto al reddito nazionale siano causate dalle variazioni nella crescita dello stesso reddito nazionale e non da una politica espansiva scientemente applicata dal governo e che gli aumenti della spesa in deficit non siano a loro volta il fattore che promuove l'innalzamento del tasso di crescita, cosa che può avvenire solo attraverso l'aumento del saggio di accumulazione.

L'esame del grafico 15, indica, per così dire, anche il contrario di quanto sopra. Vale a dire che le diminuzioni del debito pubblico relativo e le annate prive di deficit se non addirittura segnate da un surplus non hanno alcun effetto particolare di stimolo all'incremento del reddito nazionale o del livello di investimenti, come indica per es. il periodo del Clinton boom (1993-2001) durante il quale il debito pubblico relativo si è ridotto del 27% circa, la diminuzione più forte del dopoguerra se si eccettua l'ovvio periodo dal 1945 al 1952, mentre il tasso di variazione del reddito nazionale reale seguiva un trend discendente.

Ma che c'entra tutto ciò con l'Euro? C'entra perché l'esperienza degli Usa, titolari del denaro mondiale per eccellenza, vale a dimostrare tanto che l'Euro è un tentativo vano di ottenere una divisa che costituisca essa stessa una politica automatica di contrazione fiscale quanto che uscire dall'Euro è un tentativo irri-

vante di ottenere una divisa che possa servire per una politica di espansione fiscale come condizione per innalzare il saggio di accumulazione e il tasso di crescita del reddito nazionale.

7. UN DIBATTITO RIDICOLO

La crisi dell'eurozona ha ovviamente dato la stura a grandi discussioni fra gli economisti e i militanti di sinistra e ultrasinistra europei, che sul resto del mondo hanno il vantaggio di potersi fabbricare illusioni e scuse supplementari attorno a uno speciale nemico, l'Euro naturalmente, sul quale concentrare le colpe del malfunzionamento dell'economia e della società in generale e dell'imposizione dell'austerità da parte dell'euroautocrazia in particolare. Cercare e trovare – meglio, fabbricare – le colpe e i colpevoli, nella nostra società e specialmente in questa sua patetica fase storica, oltre a essere parte della normale fisiologia della diuturna lotta di tutti contro tutti, è oggi tanto più necessario agli attori che ne calcano la scena onde riuscire a giustificare questa o quella politica e al tempo stesso nascondere alle cosiddette masse le radici profonde e ineliminabili del declino.

Che le politiche di austerità dipendano specificamente dall'euro è una favola, che si dissolve subito considerando quello che hanno fatto i governi delle nazioni che nell'euro non sono, Regno Unito, Giappone, Stati Uniti, etc. L'austerità e il controllo del debito pubblico relativo sono universali nel capitalismo mondiale e, come visto, non dipendono da questa o quella divisa ma dall'andamento delle entrate da una parte e dalle necessità della circolazione speculativa dall'altra. A dire il vero, una

divisa neanderthalliana come l'euro, con una fisiologia incoerente, assai meno delle altre può sopportare l'austerità perché a ogni minima variazione dei debiti pubblici relativi nazionali euro-land rischia di disgregarsi e saltare, come nel 2010-2011.

I partecipanti al dibattito circa le prospettive dell'euro sono millanta, che tutta notte canta, ma si possono dividere in quattro fondamentali categorie: 1°, disintegrazione della divisa comune e riesumazione delle divise nazionali per riequilibrare il commercio internazionale interno all'euroarea (ECE Theory, Costas Lapavistas; vedi Lapavistas et al., 2012); 2°, la stessa cosa ma con lo scopo che i governi riprendano il controllo della sovranità monetaria per emettere quanto denaro vogliono ai fini dell'espansione fiscale che è la *conditio sine qua non* dell'espansione economica (Modern Money Theory); 3°, le due cose di cui sopra mischiate assieme e unite al sicuro miglioramento nel commercio mondiale grazie alle recuperate divise nazionali con un tasso di cambio inferiore e più favorevole (Jacques Sapir; vedi Sapir, 2012); 4°, la disgregazione dell'euro porta a conflitti fra i popoli e all'isolamento delle singole nazioni, soprattutto le più deboli. È necessario restare nell'euro per promuovere una svolta nella politica economica a livello dell'eurozona, cosa inattuabile a livello nazionale (Michel Husson; vedi Husson, 2011).

La cosa più singolare di tutto questo scambio di posizioni è che praticamente tutti i partecipanti alla ronde ammettono con la più candida tranquillità di stare proponendo cose del tutto irrealistiche, che nessun politicante, tranne qualcuno di qualche gruppo marginale, li starà mai a sentire, e che il tutto è una bella recita

ad uso di spettatori che amano anch'essi immedesimarsi in atmosfere posticce, figurandosi ruoli inesistenti.

Perché mai, dunque, simili teatrini debbono aver luogo? Perché nell'ambiente sociale degli intellettuali declassati è naturale e perfino necessario far finta che la realtà di fuori o non esista o si confaccia ai propri dettami, altrimenti, che ci si sta a fare? Come possiamo, noialtri, non essere potenzialmente dei leader, anzi *i* leader? Abbiamo studiato e scritto un sacco di roba e possiamo esibire pure svariate iniziali sul biglietto da visita; non può non esserci da qualche parte un esercito che ci sta aspettando. Prendiamoli pure sul serio, per un poco:

1° – L'Euro peggiora il grado di competitività delle nazioni europee nel commercio internazionale.

È soprattutto Sapir ad avanzare questa tesi, mentre Lapavistas si concentra sugli squilibri del mercato interno all'eurozona come causa della tendenza critica dell'euro, come si è già visto. Nella sfera del commercio mondiale la posizione delle economie europee è certo peggiorata dal 1999 in qua. Ma non è niente di nuovo. Solo il proseguimento del trend già in vigore *prima* dell'avvento dell'euro, dovuto all'entrata in scena della Cina negli anni '80, alla quale *tutti* hanno dovuto cedere quote di mercato, Germania compresa.

Sapir e Lapavistas sostengono che le conseguenze depressive dell'euro provengono dalla circostanza che il tasso di cambio fra le divise nazionali e l'euro sia stato fissato a un livello nettamente superiore a quello di equilibrio. In pratica, al momento dell'introduzione dell'euro, per svariate divise dell'eurozona (Franco, Peseta, Lira, Escudo) è stato fissato un

cambio troppo alto rispetto al marco tedesco, e questo ha avvantaggiato le esportazioni tedesche a detrimento di quelle degli altri. Qui c'è un'evidente sopravvalutazione dei tassi di cambio – comunissima in tutti i teorici “di sinistra” – come se fossero i tassi di cambio a fare i prezzi internazionali delle merci e non il contrario. Oltre a questo, riguardo al commercio dell'eurozona, bisogna osservare che i tassi di cambio fra divise nazionali ed euro (e quindi fra le stesse divise nazionali) sono stati stabiliti due anni prima dell'avvento della moneta comune. Se questi tassi di cambio, ipotizzati completamente fuori dall'equilibrio, fossero stati rilevanti avrebbero dovuto immediatamente provocare un bello shock nel commercio esterno delle economie interessate, ma questo fatto non è avvenuto e la premienza delle esportazioni tedesche è venuta fuori più tardi.

Se l'euro lasciasse di nuovo il posto alle divise nazionali i paesi dell'ex-eurozona avrebbero di fronte a sé gli stessi problemi di concorrenza sul mercato mondiale che hanno ora e che hanno tutti i paesi che non appartengono ad eurolandia, e l'illusione che lasciando l'euro si aprirebbero le porte del paese dei balocchi apparirebbe per ciò che è.

2° – Per gli stati europei l'Euro è una divisa estera che essi non possono emettere. Rendendo illiquidi i governi, li mette a rischio default e impedisce l'applicazione delle politiche di espansione fiscale che generano la crescita del reddito nazionale.

È vero che l'Euro è una divisa estera anche all'interno della sua zona di validità e che i singoli stati di euroland debbono in generale approvvigionarsi sui mercati finanziari se vogliono vendere i

propri titoli del debito ma non è una divisa estera per le aziende creditizie e finanziarie europee che possono rendersi liquide direttamente presso le proprie BCN. In questo senso la BCE ha anticipato i grossi mutamenti di politica monetaria attuati dalla Federal Reserve, dalla Bank of England e da altre durante la crisi con i quali le banche centrali si sono direttamente sostituite alle banche commerciali e alle banche di investimento, convertite in surrogati di banche commerciali, per acquisire direttamente asset finanziari scambiati contro il proprio denaro creditizio inconvertibile. Le due cose sono naturalmente interdipendenti.

Per potere essere una divisa propria per le banche l'euro deve essere una divisa estera per gli stati, di modo che i flussi monetari vadano *solo* al settore finanziario privato. In codesto modo, però, l'Euro si trova in permanente pericolo di dissoluzione. Non essendoci un'euro-amministrazione unica anche la gestione delle banche è lasciata in ultima analisi alla sfera nazionale, con il risultato che, quando una crisi sopravviene e i debiti pubblici relativi nazionali si accrescono velocemente, le contraddizioni interne all'euro tendono immediatamente a esplodere.

La politica di espansione fiscale non ha direttamente a che fare con tutto ciò. È vero che l'euro è stato concepito e messo in campo come una speciale divisa che impedisca automaticamente le espansioni fiscali, ma nella scala di rilevanza questa faccenda viene *dopo* l'inibizione delle funzioni dell'euro come denaro emettibile liberamente per far fronte a condizioni di illiquidità gravi, che è il motivo essenziale per cui il denaro creditizio *inconvertibile* è venuto al mondo a suo tempo, e che farà invariabilmente crollare la divisa comune europea.

3° – I contrasti nazionali che seguirebbero rendono impossibile concepire e applicare le indispensabili politiche economiche espansive fuori dell'euro. Bisogna combattere per queste all'interno dell'euro.

I contrasti fra le nazioni dell'eurozona sono maggiori di quelli fra le altre nazioni come ha mostrato la vicenda della Grecia, di Cipro e dell'Eire, in cui i popoli europei più ricchi hanno dato il peggio di sé facendo mostra di credere alle più immonde menzogne sui greci e sugli europei del sud approvando i propri governi mentre agivano da diktat-maker nella distruzione del welfare state delle altre nazioni attraverso le cosiddette troike e il Fmi. E ciò è reso tanto più facile in quanto la divisa comune fa credere ai paesi più ricchi e che appaiono come creditori – vale a dire i beneficiari delle esportazioni di capitale – di venire sfruttati dai più poveri. Come si è visto per i saldi Target2, il fatto di condividere il denaro e la Banca Centrale induce a credere di avere dinanzi a sé una quantità fissa di qualcosa da spartirsi fra i vari soci, riproducendo su scala europea le divisioni fra regioni con livelli di reddito differenti che sono tipiche della fase attuale di tendenziale disgregazione degli stati europei. Questo è anche il motivo per cui è difficile che la prospettiva di uscita dall'euro acquisti vigore presso i popoli europei. Non temono solo un possibile nuovo e più spaventoso crash generale, ma, ancora di più, di perdere contatto con i paesi più ricchi (vedi Germania) e di finire in braccio ai pezzenti. Il che non vuol necessariamente dire che non saranno costretti a farlo. Ed è pure il motivo per cui all'interno di una cosa come eurolandia è completamente

impossibile che le politiche fiscali espansive possano mai avere qualche chance di riuscita. I più ricchi le interpreterebbero come un aiuto a fondo perduto ai più poveri, e questo proprio nel mentre concepiscono l'euro come un mezzo per distruggere ogni residua concorrenza dall'industria delle nazioni più povere, Piigs e loro confratelli.

4° – La dissoluzione dell'euro e la ricostituzione delle monete nazionali sarebbero un campo di azione fenomenale per la speculazione che causerebbe conseguenze terribili alle singole economie europee.

Anche la permanenza dell'euro è un campo di azione eccellente per il capitale speculativo, come la crisi dell'euro ha dimostrato e come c'è ben da attendersi visto che i suoi rappresentanti occupano gli uffici dell'Eurotower di Francoforte. Proprio l'interna tendenza autodisgregante dell'euro sta alla base dei movimenti speculativi che hanno ampliato l'allargamento dello spread e portato alcuni stati europei a un virtuale stato di insolvenza. Tanto più esiziale sarebbe la disgregazione effettiva dell'euro in una situazione in cui una parte consistente delle banche europee (e mondiali) è di fatto fallita avendo in bilancio asset del tutto fasulli e si tiene in piedi esclusivamente grazie ai continuamente rinnovati programmi di quantitative easing delle banche centrali.

La disgregazione effettiva dell'euro porterebbe a una violenta svalutazione di tutti gli asset denominati in euro con un subitaneo enorme balzo in alto di tutti i tassi di interesse assieme a un gigantesco flight to safety verso il dollaro e altre divise. I derivati sulla dissoluzione del-

l'euro da onorare con pagamento in cash – come è per tutti i derivati – costituirebbero un volume di dimensioni mai viste, giustificando praticamente, per la seconda volta, la definizione di Warren Buffett di “armi di distruzione di massa”. E a provocare il rinnovato fallimento di molte aziende finanziarie con una reazione a catena più vasta del 2007-2008 basterebbe una frazione relativamente piccola di queste due conseguenze della fine dell'euro, ciò che dà modo di valutare il quinto pilastro del great debate su uscita o non uscita.

5° – La necessità dell'uscita dall'euro è fuori discussione. L'unico argomento serio da trattare è come porre in atto un'uscita sicura.

I governi tedesco, olandese, francese, italiano, etc. stanno predisponendo accuratamente il crollo dell'euro. La prima volta non erano preparati e si sono lasciati sfuggire il controllo sul debito pubblico relativo che è inopinatamente aumentato a causa della crisi. Ma ora hanno i modi e gli strumenti per evitare un simile molesto andazzo, bloccare l'incremento del debito in rapporto al reddito nazionale, e mediante ciò amplificare la prossima puntata della crisi a proporzioni tali da lasciare un segno senza precedenti nei manuali futuri di storia. Questo vale anche per i quantitative easing e gli acquisti di titoli di stato sul mercato secondario da parte della BCE che sono incompatibili con i crescenti contrasti di interessi in seno all'eurozona.

E, in una congiuntura storica del genere, cosa fanno gli intellettuali e gli economisti di sinistra? Giocano ai soldatini. ...E che altro potrebbero fare?

Riferimenti

- De Grauwe Paul and Yuemei Ji (2013) “Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications” in *Vox.org*
<http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>)
- Husson Michel (2011) “Euro : en sortir ou pas?” in *À l'encontre*
<http://alencontre.org/?p=3240>)
- Lapavistas Costas et al. (2012) *Crisis in the Eurozone*, Verso, London
- Mehrling Perry (2010) *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton U.P.
- Sapir Jacques (2012) *Faut-il sortir de l'euro?* Seuil, Paris
- Shaikh Anwar (1992) “A Dynamic Approach to the Theory of Effective Demand” in *Profits, Deficits and Instability*, D. Papadimitriou (ed.), The Macmillan Press Ltd., London
- Shaikh Anwar (2003) “Who Pays for the “Welfare” in the Welfare State? A Multicountry Study” in *Social Research*. Vol.70, no.2, New York
- Stockhammer Engelbert (2013) “Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution.” *Conditions of Work and Employment Series*, no. 35, ILO, Dicembre 2013, Ginevra

Fonti delle statistiche

GRAFICI 1, GRAFICO 2, GRAFICO 3 E GRAFICI 4
Federal Reserve Economic Data (FRED)
<http://research.stlouisfed.org/fred2/categories>

GRAFICO 5
European Central Bank Statistics (ECBS)
<http://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

GRAFICO 6
ECBS e FRED

GRAFICO 7
FRED ed Eurostat
<http://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

GRAFICI 8
Ameco Database (AD)
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/

GRAFICO 9 E GRAFICO 10
Destatis – Deutschland Statistisches Bundesamt
<https://www.destatis.de/DE/Startseite.html>

GRAFICO 11, GRAFICO 12, GRAFICO 13 E GRAFICO 14
AD

GRAFICO 15
Flow of Funds – Financial Accounts of the US (FoF)
<http://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=Z.1>

DIVERSE TEORIE MARXISTE SULLA CRISI E DIVERSE INTERPRETAZIONI DELLA CRISI ATTUALE

Francisco Paulo Cipolla*

PREMESSA

Questo articolo presenta criticamente le diverse interpretazioni della crisi finanziaria del 2007-2008 e tale selezione è stata operata sia perchè esse rappresentano le teorie marxiste classiche della crisi, come quella del *sottoconsumo o sovraccumulazione*, oppure perchè rappresentino lo sviluppo di nuove interpretazioni basate sull'evoluzione recentemente subita dall'economia, come la teoria della *espropriazione finanziaria*. Queste tesi si basano su tre concetti.

Il primo considera che la causa delle crisi derivi dalla stagnazione economica ed il conseguente trasferimento di profitti dalla produzione alla finanza, processo che ha provocato la bolla finanziaria delle abitazioni (Husson e Foster/Magdoff).

Il secondo afferma che il cambiamento strutturale dei mercati finanziari ha spinto le banche a fare affidamento sul credito al consumo come alternativa al finanziamento delle imprese divenute sempre più indipendenti dalle banche sul mercato del denaro (Lapavistas e dos Santos).

Il terzo sostiene che saggi del profitto troppo bassi hanno provocato un rallen-

tamento del ritmo di crescita che i governi hanno cercato di compensare favorendo la domanda attraverso facilitazioni al credito (Kliman).

Infine, vale la pena notare che lo stato embrionale dell'impiego delle categorie marxiane nell'analisi del sistema creditizio e della finanza conduce sistematicamente all'uso delle teorie post-keynesiane, immediatamente pronte e disponibili, riproducendo così il sottosviluppo della teoria marxista in questo campo.

Parole chiave: teorie marxiste della crisi, saggio del profitto, stagnazione.

JEL: E11 – Marxian; Sraffian; Institutional; Evolutionary

I. INTRODUZIONE

La crisi economica mondiale iniziata nell'estate del 2007 ha generato tutta una serie di contributi nel campo dell'analisi marxista. Tuttavia, nonostante le differenze, tali interpretazioni concordano sul fatto che la crisi è stata preceduta da un rallentamento, a partire dalla fine degli anni Settanta, del ritmo di accumulazione del capitale¹ che i governi hanno cer-

* Professore del Dipartimento di Economia della Universidade Federal do Paraná.

1. Questo fenomeno è stato documentato da punti di vista opposti da Kliman (2010, p. 16; 2009, p. 57), con riferimento all'economia USA; da Husson (2010, p. 21) per l'economia francese e per l'economia statunitense (p. 22) e da Foster e Magdoff (2009, p. 133) per gli Stati Uniti.

cato di contrastare attraverso politiche economiche di incentivo al credito ed in particolare al credito al consumo privato. La bolla immobiliare scoppiata negli Stati Uniti sarebbe stata l'ultimo capitolo di una serie di tentativi per controbilanciare il basso ritmo della crescita attraverso l'indebitamento interno grazie al quale sono stati acquisiti asset remunerativi che hanno praticamente ingolfato tutte le istituzioni finanziarie.

Questo articolo prende in esame quattro modelli di interpretazione, tra loro diversi, della crisi iniziata nel 2007. Il primo si riferisce all'ipotesi stagnazionista proposta sin dal 1949 dalla scuola della *Monthly Review* i cui primi editori furono Paul M. Sweezy (1910-2004) e Leo Huberman, quest'ultimo defunto nel 1968 e sostituito da Harry Magdoff (1913-2006). A partire dal 2000 l'edizione della *Monthly Review* passò a John Bellamy Foster ed il suo contributo, presente nel libro *The Great Financial Crisis* pubblicato assieme a Fred Magdoff, costituisce il materiale preso in esame nella parte relativa alla interpretazione sottoconsumista-stagnazionista della crisi.

La seconda interpretazione presa in esame è quella di Costas Lapavistas e Paulo dos Santos, professori della *School of Oriental and African Studies*, una facoltà della London University, ma comunemente nota come SOAS. Di origine più recente, la tesi suggerita dai sostenitori di questa scuola fa riferimento ai nuovi rapporti emersi nel bel mezzo della metamorfosi finanziaria, verificatasi a partire dagli anni Ottanta,

che hanno prodotto il fenomeno di *espropriazione finanziaria* dei salari sottoforma di interessi bancari pagati dalla forza lavoro. I contributi di Costas Lapavistas e Paulo dos Santos sono stati ribaditi nel recente articolo di Makoto Itoh (2009) che ci porta ad includerlo tra coloro che sostengono la tesi della espropriazione finanziaria.

Il terzo contributo identifica la causa della crisi attuale, benché non in forma immediata, nella riduzione del saggio del profitto. Il declino della profittabilità avrebbe provocato un calo della crescita ed avviato ripetuti tentativi di invertire la tendenza attraverso l'espansione del credito. L'ondata di indebitamento delle famiglie, culminato con la crisi del 2007, sarebbe stata solo la più recente e la più profonda delle crisi originate da questi tentativi. La tesi centrale di questa interpretazione è che la legge della caduta tendenziale del saggio del profitto si sarebbe protratta dalla fine della guerra fino alla fine degli anni '80 e che il neoliberismo non sia stato in grado di farla invertire. Questo è il punto di vista di Andrew Kliman che sarà al centro della nostra analisi²

Il quarto contributo è quello di Husson la cui interpretazione della crisi si basa proprio sulla convinzione, diametralmente opposta a quella di Kliman, che sia stata causata proprio dal recupero del saggio del profitto favorito dall'aumento del tasso di sfruttamento del lavoro, fatto che avrebbe impedito una ripresa economica per effetto di una diminuzione della domanda causata dalla riduzione del potere d'acquisto dei salari.

2. Anche Brenner (2009) considera l'effetto negativo della diminuzione della profittabilità nella gestione della crisi in corso. Però, secondo questi, tale riduzione non è l'effetto della legge della caduta tendenziale del saggio del profitto ma è stata favorita dalla concorrenza internazionale.

Dato che tutte queste interpretazioni collocano la crisi nel contesto di una relativa stagnazione dell'economia, nella seconda parte di questo articolo cercheremo di esplicitare le differenti ragioni che questi autori avanzano per giustificare la riduzione del ritmo di crescita verificatasi nel periodo che va dagli anni Ottanta fino ai giorni nostri. La terza parte dell'articolo ha come obiettivo quello di presentare le varie interpretazioni della crisi. La quarta parte sviluppa una critica alle varie interpretazioni esposte nel presente lavoro. La quinta parte contiene ulteriori commenti, una sintesi dei risultati ottenuti e delle conclusioni pertinenti.

II. I DIVERSI PUNTI DI VISTA SULLA STAGNAZIONE

La scuola stagnazionista della *Monthly Review*, sostenuta attualmente dai contributi di Fred Magdoff e John Bellamy Foster, fa riferimento alle analisi suggerite da Paul Baran e Paul Sweezy negli anni '60 ed è precisamente a queste che Foster e Magdoff (2009) ricorrono per spiegare la simbiosi tra stagnazione e finanziarizzazione dell'economia; punto focale della loro interpretazione della crisi attuale. Per Sweezy (1973) la tendenza al sottoconsumo e, pertanto alla stagnazione come "condizione verso la quale tende la produzione capitalista" (p. 246), derivava dal presupposto che gli investimenti ed il consumo dei capitalisti crescessero in relazione alle entrate e che pertanto sarebbe diminuita la partecipazione dei salariati. Allo stesso modo se si suppone un crollo del consumo dei capitalisti in proporzione alle entrate, Sweezy ne deduce un aumento della quota di investimento sulle entrate. Supponendo che la produzione dei beni di consumo

sia proporzionale all'aumento degli investimenti si desume che l'offerta di beni di consumo cresca più della loro domanda causando un cronico eccesso della capacità. Questa è la teoria sottoconsumista-stagnazionista di Sweezy. L'errore teorico, dimostrato da Shaikh (1978), consiste nel considerare la Sezione I come input della Sezione II e di conseguenza è come se la produzione capitalista fosse regolata dal consumo. Per Baran e Sweezy la tendenza dell'economia capitalista moderna verso la stagnazione è legata all'insorgere dei monopoli e degli oligopoli e nel loro libro del 1968, *Monopoly Capital*, sostengono che gli oligopoli eliminano la concorrenza sui prezzi (pp. 58-59). Con ciò la teoria generale dei prezzi associata a questa economia si trasformò ne: "la teoria tradizionale dei prezzi di monopolio classica e neo-classica" ora eretta a fondamento del caso generale e non piuttosto come caso particolare (p. 59). Dalla tendenza delle grandi corporation alla continua diminuzione dei costi gli autori arguiscono un continuo aumento dei margini di profitto rispetto al prodotto lordo (p. 67). da cui concludono che la tendenza alla caduta del saggio del profitto deve lasciare il posto alla legge della tendenza all'aumento della massa e della quota del profitto (p. 72). Allorché i dividendi, grazie ai quali la classe capitalista effettua i suoi consumi, crescono con uno sfasamento rispetto all'aumento dei profitti, il consumo capitalista cade rispetto al surplus cosa che porta ad un continuo aumento della quota di surplus destinata all'investimento. Ma gli autori non giungono ad intuire nulla al riguardo, poichè: "significherebbe che un volume sempre maggiore di beni capitale verrebbero generati con l'unico scopo di

produrre sempre più beni capitale nel futuro. Il consumo costituirebbe una quota sempre decrescente del prodotto e l'aumento dello stock di capitale non avrebbe alcuna relazione con l'aumento del consumo" (p. 81). "Prima o poi un eccesso di capacità sarebbe tanto grande da scoraggiare ulteriori investimenti" (p. 82).

Questa è quindi, secondo Baran e Sweezy, la tendenza alla stagnazione; una contrazione degli investimenti e, pertanto, delle entrate e dell'occupazione, provocata dalla tendenza all'aumento dei profitti generata dagli oligopoli.

Allo stesso modo, secondo Foster e Magdoff (2009), il capitalismo monopolista genera volumi di profitto che non possono essere reinvestiti pena di deprimere i prezzi ed i margini di profitto. La domanda è quindi in grado di impegnare tutta la capacità installata cosa che riduce il ritmo degli investimenti (p. 15) generando così una stagnazione dell'economia identica alla concezione del capitalismo monopolista della *Monthly Review*³.

Foster e Magdoff seguono la tradizione di Keynes-Kalecki-Stenidl per la quale il capitalismo è incapace di autoespansione, contrariamente a Marx secondo cui l'accumulazione e la crescita vengono generati in maniera endogena. Secondo questi autori per determinare una crescita sono necessari fattori esterni come le spese statali, i fattori di sviluppo di

Kalecki, le innovazioni di Schumpeter o, nel caso in questione, le bolle speculative attraverso le quali il capitalismo riesce ad alimentare il consumo per un certo tempo, ad esempio la bolla speculativa immobiliare che ha portato alla crisi finanziaria globale.

La "Scuola" della *espropriazione finanziaria* non propone alcuna analisi specifica sul declino del tasso di crescita dell'economia mondiale a partire dagli anni '80, tranne per il ruolo fondamentale che avrebbero avuto in questo processo sia la diminuzione degli investimenti sia la concentrazione dei redditi. Paul dos Santos (2009) riporta una diminuzione degli investimenti in capitale fisso rispetto al PIL a partire dalla metà degli anni '80 che, associata ad una diminuzione della partecipazione alle entrate del 9%, suggerisce l'emergere di una attenuazione del ritmo di crescita della domanda (p. 13). Questi due aspetti sono cruciali per spiegare sia la ricerca da parte delle banche di nuove fonti di domanda di credito, in alternativa al calo di quella avanzata dalle imprese, sia la fragilità crescente del potere d'acquisto delle famiglie salariate e la loro esposizione alle pratiche indotte dagli istituti di credito al consumo che stanno alla base dell'indebitamento.

Per Lapavistas (2009) la finanziarizzazione e la sua componente fondamentale, l'espropriazione finanziaria, si sviluppa

3. Riferendosi a Baran e Sweezy, così scrivono Foster e Magdoff: "Il problema per loro era che l'enorme produttività degli oligopoli unita al meccanismo dei prezzi proprio degli oligopoli generava una massa di surplus che non poteva essere assorbito dalle spese per consumi ed investimenti. La domanda effettiva era insufficiente anche quando ad essa si sommava la spesa pubblica. Il sistema divenne pertanto dipendente dalla massa crescente di sprechi sottoforma di spese militari, pubblicità, finanza speculativa ecc. Tuttavia questi stimoli esterni si dimostrarono inadeguati una volta raggiunta una quantità necessaria ed ogni volta maggiore per mantenere in piedi l'economia" (Foster e Magdoff 2009, p. 15).

nel contesto di “crescita incerta della produttività” e di una accumulazione mediocre, così in queste condizioni di relativa stagnazione “la classe capitalista ha trovato nuove fonti di profitto nella dinamica finanziaria moderna” (p. 34).

Per Husson (2010, p. 5) il calo dell’accumulazione è stato causato dalla “rarefazione delle occasioni di investimento redditizio”. Dato che il saggio del profitto è aumentato in maniera accentuata a partire dagli anni ’80, questa rarefazione degli investimenti viene giustificata da un aumento della profittabilità ottenuto attraverso l’aumento dello sfruttamento dei lavoratori, che ha portato alla riduzione del loro potere d’acquisto. In tal modo si apre una breccia sempre più ampia tra il saggio del profitto, recuperato attraverso le pratiche del neoliberismo che vanno contro i lavoratori, ed il tasso di accumulazione che dovrebbe accompagnare l’aumento della profittabilità⁴. L’aumento dei profitti a spese dei salari ha generato un declino della domanda effettiva che a sua volta avrebbe rallentato l’accumulazione. In tal modo l’analisi sembra assumere gli stessi riferimenti teorici dello stagnazionismo-sottoconsumista quando spiega la stagnazione a partire dalla debolezza della domanda di consumo proveniente dai salari.

In contrasto con la visione di Husson, secondo Kliman il saggio del profitto non è stato recuperato nel periodo neoliberista. Per Kliman l’andamento letargico dell’accumulazione di capitale si spiega grazie alla circostanza che il nor-

male meccanismo di ripristino della redditività fondato sulla distruzione del capitale non ha potuto funzionare in quanto bloccato dall’intervento dello stato. Questo fatto ha impedito la risalita del saggio del profitto a un livello superiore a quello del saggio di lungo periodo e con ciò la possibilità di riprodurre un nuovo boom. In mancanza del ripristino della profittabilità per mezzo della crisi, il saggio del profitto si mantiene “troppo basso per permettere un tasso di crescita vigoroso” (Kliman 2009, p. 2).

In base alla sua analisi empirica il saggio del profitto sarebbe praticamente declinato fino a raggiungere i due punti minimi del 1982 e del 2001, ma, al contrario di Husson, per Kliman il saggio di accumulazione presenta, sul lungo periodo, un andamento parallelo al saggio del profitto, in quanto si è mantenuto allo stesso modo ristagnante.

L’obiettivo di questa parte dell’articolo è stato quello di presentare i diversi punti di vista relativi al comportamento poco dinamico della accumulazione, comportamento che starebbe alla base delle politiche economiche di incentivo al consumo attraverso il credito. Nella prossima parte verranno analizzate le esplicazioni di ognuna di queste teorie per la fase di gestione della crisi.

III. LE INTERPRETAZIONI DELLA CRISI

Tra i punti di vista presentati in precedenza, due sostengono la nozione di finanziarizzazione come processo collegato alla stagnazione, e sono costituiti

4. “Il fatto che una parte sempre maggiore di plusvalore non venga accumulata è un sintomo della crisi sistemica del capitalismo; una rarefazione delle opportunità di investimento profittevole fa sì che parte del plusvalore venga indirizzata verso la sfera finanziaria al fine di alimentare il consumo dei *rentiers* o per dare impulso alle bolle speculative” (Husson, 2010, p. 5.) tradotto dall’autore.

dalle tesi della scuola della *Monthly Review* e di Husson. Le loro posizioni sono simili: i profitti che non rendono possibile l'accumulazione produttiva vengono indirizzati nel sistema finanziario sottoforma di asset finanziari.

Anche i marxisti della SOAS fanno riferimento al termine finanziarizzazione ma per essi il tratto fondamentale di questa è da un lato lo sviluppo del mercato dei capitali, e le nuove fonti di finanziamento che lo permettono, e dall'altro l'espansione del consumo mediato dalle istituzioni bancarie e finanziarie.

Per Lapavitsas (2009) l'attuale tendenza verso l'espansione dei mercati aperti di capitale, attraverso i quali le imprese industriali e commerciali si approvvigionano di capitale-denaro, contrasta con le tesi marxiste classiche sul crescente dominio delle banche sull'industria (p. 78). Al contrario, suggerisce Lapavitsas, l'indipendenza sempre più marcata delle imprese dal credito bancario ha obbligato le banche a cercare fonti di profitto alternative a scapito dei redditi dei lavoratori sottoforma di commissioni e tasse sulle diverse attività di intermediazione finanziaria facilitate dalla progressiva deregolamentazione delle attività bancarie.

Per Lapavitsas il rapporto tra settore finanziario e imprese è un rapporto tra eguali sia per le informazioni quanto per i rapporti di forza, questi ultimi garantiti dall'esistenza di fonti alternative di finanziamento. Tale rapporto non esiste tra banche ed individui sempre più dipendenti da quei bisogni sociali che non vengono più garantiti dallo stato (p. 43) e che si vedranno obbligati a ricorrere al finanziamento delle banche, in condizioni svantaggiose, per

manca di alternative e di informazione (p. 44). In tali condizioni prende corpo l'elemento centrale della finanziarizzazione che consiste nella espropriazione di parte dei redditi da lavoro sottoforma di interessi bancari, fenomeno scaturito dal fatto che, secondo Lapavitsas, le grandi imprese per finanziarsi si rivolgono sempre più al mercato libero del credito piuttosto che alle banche e di conseguenza queste ultime hanno dovuto cercare fonti di profitto alternative. Tuttavia l'espropriazione finanziaria ha raggiunto un livello tale da rendere superflua l'analisi del rischio prodotta dal rapporto tradizionale tra banca e cliente basata sull'informazione delle sue possibilità di pagamento, ma al contrario, le banche utilizzano sempre più forme di valutazione del rischio basate su metodi statistico-matematici.

Nel caso della bolla immobiliare e della contemporanea espansione delle ipoteche *sub-prime* "i prestiti venivano concessi quando la soglia di rischio era considerata deliberatamente bassa" (p. 47). Inoltre per evitare il ricorso a capitale proprio, le banche di credito ipotecario hanno iniziato a vendere le ipoteche alle banche di investimento recuperando così il capitale dato a prestito, in tal modo aumentava la rotazione del loro capitale e si allargava la gamma dei loro clienti presso gli strati sempre più poveri (p. 51). Una volta che la fonte più dinamica per far crescere i profitti bancari era divenuta la appropriazione finanziaria di parte dei salari, le banche si impegnarono ad estendere continuamente il credito al consumo e in particolare il credito immobiliare. Ne è risultata la trasformazione di una parte sempre maggiore del reddito personale

in capitale monetario bancario col quale le banche poterono espandere ulteriormente le operazioni di credito.

“Secondo i dati della Federal Reserve la percentuale media dei redditi personali utilizzati per i servizi del debito è salita notevolmente dal 5,6% del 1986 al 19,3% del Giugno 2007” (Lapavitsas 2007). Il passo successivo è stata la creazione dei SIV, *Special Investment Vehicles*, istituti con l’obiettivo di permettere l’acquisizione di titoli garantiti da ipoteche ed altre obbligazioni senza che vi sia la necessità di rispettare le regole di Basilea II che si riferiscono al reperimento di capitali compatibili con investimenti a rischio⁵. Attraverso questi istituti le banche potevano acquisire CDO *Collateralized Debt Obligations*, titoli di debito che offrivano un “eccellente rendimento” (Lapavitsas 2009, p. 52). L’acquisto di CDO veniva finanziato attraverso l’emissione di titoli del debito a breve scadenza in modo che venissero fortemente assortiti questi nuovi istituti, così, quando le ipoteche da *sub-prime* iniziarono a fare acqua, i SIV non poterono più raccogliere fondi per spingere il debito a breve termine ed hanno dovuto quindi girarli alle proprie banche le quali, di fronte a perdite di capitale, furono obbligate a bloccare il credito.

Il riorientamento del credito bancario verso il credito al consumo, è stato documentato in maniera estesa da dos Santos (2009). L’aumento dell’onere del debito sul bilancio delle famiglie mostra che nonostante sia un fenomeno diffuso tra i vari percentili nella distribuzione dei redditi, l’aumento più con-

sistente si è avuto tra il 20% dei più poveri, aumentando dall’87,5% nel 1989 al 285,5% nel 2007.

Come riflesso di questa riorientazione, i profitti derivati dal credito al consumo aumentarono in proporzione ai profitti bancari complessivi (p. 8).

Così per dos Santos (2009) la crisi attuale è iniziata come una crisi bancaria di tipo nuovo sviluppando condizioni che non si sono mai verificate nelle crisi bancarie precedenti. Alla base di questa crisi vi è il finanziamento alle famiglie per l’acquisto della casa, l’aumento dei prezzi delle abitazioni derivante dall’aumento della domanda, la disponibilità ad aumentare il credito immobiliare facendo così crescere i prezzi delle case fino al collasso finale.

Paulo dos Santos (p. 16) sostiene che il significato sociale dell’indebitamento è molto diverso quando si fa il confronto tra il capitale e la forza lavoro. Nel credito al capitale, egli afferma, si ha una relazione tra eguali dato che entrambi i contraenti sono capitalisti con l’obiettivo di ottenere una valorizzazione del loro capitale, al contrario l’obiettivo della forza lavoro non è l’aumento di valore (p. 18). I lavoratori sono stati obbligati a indebitarsi per effetto della stagnazione dei salari e del carattere mercantile assunto dai bisogni sociali come l’abitazione, la sanità e l’istruzione.

La costrizione al debito determina che una parte dei salari si trasformi in profitti bancari e, attraverso il pagamento degli interessi, il carattere di *espropriazione finanziaria*.

5. L’accordo di Basilea II prevede che le banche dei Paesi aderenti devono accantonare quote di capitale proporzionate al rischio assunto, valutato attraverso lo strumento del rating (NdT).

Questo carattere coercitivo all'indebitamento spiega l'alta redditività associata a questo tipo di credito. Così la privatizzazione dei servizi essenziali associata alla stagnazione dei salari ha portato ad un aumento spaventoso del peso del debito rispetto alle entrate a disposizione delle famiglie passando da circa il 60% nel decennio degli anni '80 fino a raggiungere il tetto del 130% alla vigilia della crisi.

Per Foster e Magdoff (2009) il crescente predominio della finanza deriva dalla tendenza stagnazionista dell'economia nei termini sviluppati da Sweezy (1973) e da Sweezy e Baran (1968) così come è stata presentata nella sezione precedente. Il sottoconsumo, causato sia dalla diminuzione dei salari sia dalla riduzione dei consumi dei capitalisti, allorché aumentano i profitti provoca un indebolimento della domanda di beni di consumo dando luogo al calo nell'utilizzo della capacità produttiva installata, fatto che riduce il livello degli investimenti. Nella versione "monopolista", la tesi stagnazionista postula che una massa crescente di profitti ottenuti con un continuo aumento della produttività non può essere utilizzata per l'espansione della capacità produttiva pena una riduzione dei prezzi e dei margini di profitto, per cui una parte considerevole dei profitti viene impiegata per acquistare prodotti finanziari. La finanziarizzazione è il continuo flusso di profitti rilasciato dalla sfera produttiva alla ricerca di una valorizzazione finanziaria come $D - D'$, in una certa misura simile ad una riproduzione semplice con un impiego finanziario del plusva-

lore. In questo processo un ruolo importante del calo della crescita è determinato dall'*effetto ricchezza* per il quale la valorizzazione finanziaria riesce a far aumentare i consumi di coloro che si arricchiscono nel bel mezzo della bolla (p. 81). Citiamo l'articolo di Sweezy⁶ nel quale ci suggerisce che se prima le esplosioni finanziarie e speculative erano prodotte dalla fase espansiva del ciclo economico ora, al contrario, è la stagnazione che porta alla dinamica speculativa ed alle crisi finanziarie. Come sottolineato da Shaikh (1978) la tesi sottoconsumista sostiene l'idea che sia il consumo a regolare la produzione nel suo complesso poiché i mezzi di produzione servono solo a produrre i beni di consumo. In altre parole, la sezione che produce i mezzi di produzione viene concepita come input della sezione che produce i beni di consumo (p. 231). Così, una concentrazione del reddito che risulta dalla diminuzione del ritmo di accumulazione di capitale e dalla riduzione dei salari durante la fase neoliberista, assieme alla diminuzione della quota di reddito dei capitalisti destinata al consumo, ha portato al classico eccesso di beni la cui unica forma di eliminazione avviene attraverso il credito al consumo (Foster e Magdoff 2009, p. 28). Fatto che spiega il raddoppio, o quasi, del rapporto tra debito al consumo e reddito disponibile nel periodo che va dal 1980 al 2005 ed il conseguente deterioramento delle finanze delle famiglie americane, documentata dall'aumento dei servizi sul debito come percentuale dei redditi (tabella 1.3, p. 32), e dall'aumento delle

6. Si tratta de "The triumph of financial capital", conferenza tenuta da Sweezy e pubblicata nel numero di Giugno 1994 dalla *Monthly Review*.

famiglie inadempienti (tabella 1.4, p. 33) specialmente tra i due percentili dal reddito più basso.

Foster e Magdoff sono categorici: è la stagnazione dovuta all'eccesso di capacità e la mancanza di opportunità profittevoli di investimento a causare la finanziarizzazione e non il contrario come sostengono: "i lavori recenti di alcuni economisti radicali degli Stati Uniti" (p. 106). Secondo loro la finanziarizzazione risulta dall'aumento del surplus incapace di trovare opportunità redditizie nella produzione ed è questa eccedenza di capitale canalizzata verso il settore finanziario a caratterizzare la finanziarizzazione e a tale proposito Foster e Magdoff citano l'articolo di Sweezy pubblicato dalla *Monthly Review* nel maggio 1995 col titolo "Economic Reminiscences". Sweezy afferma: "L'industria privata è profittevole ma non ha incentivi per investire; da cui il ristagno degli investimenti produttivi. Tuttavia, alle grandi corporation ed ai loro azionisti le cose vanno bene e cercano di espandere il loro capitale immettendo denaro nel mercato finanziario che, a sua volta, risponde assorbendo masse crescenti di investimenti e creando nuove ed attraenti tipologie di strumenti finanziari" (Sweezy in Foster e Magdoff 2009, p. 105). Un argomento identico scritto di proprio pugno si trova alle pagine 79-90 del libro *The Great Financial Crisis*. Qui Foster e Magdoff concludono: "Il risultato è stata l'esplosione della speculazione finanziaria che persiste da decenni" (p. 80).

L'analisi si basa sull'idea che a causa dell'eccesso di capacità e di investimenti che ristagnano, l'economia dipende, ancora una volta, sempre più

dai consumi. Notare che solo tra il mese di Ottobre e Dicembre 2005 lo stock del debito immobiliare è aumentato di 1,11 miliardi di dollari. Ma questi autori ci mettono in guardia dal fatto che un'economia con un alto sfruttamento del lavoro, salari stagnanti e poche opportunità di investimento, non riesce a mantenere una crescita se non attraverso delle bolle speculative. In condizioni di elevato indebitamento immobiliare rispetto al valore degli immobili, denominato *home equity*, qualsiasi attenuazione dei prezzi delle case o in alternativa un aumento dei servizi relativi al debito ipotecario potrebbe porre fine alla bolla speculativa.

Nell'articolo del maggio 2006, capitolo primo del loro libro, affermano con una previsione accurata: "Di fatto, con la diminuzione del prezzo delle abitazioni per quattro mesi consecutivi ed il ritmo delle vendite in caduta del 10,5% in Febbraio, il declino maggiore in quasi un decennio, è possibile che siamo di fronte alla fine della bolla" (p. 36).

Ma qual'era il nesso tra l'analisi stagnazionista e l'ondata speculativa immobiliare?

Una drastica riduzione dei tassi di interesse ed il cambiamento dei requisiti sulle riserve bancarie indirizzò i flussi finanziari dalla Borsa, in caduta dopo la debacle del 2000, verso il mercato immobiliare. A partire da ciò la descrizione della bolla immobiliare segue le fasi suggerite da Kindleberger:

"Nuovi prodotti, espansione del credito; febbre speculativa; agonia; collasso e panico"⁷.

La cartolarizzazione delle ipoteche, la creazione delle SIV da parte delle

7. "...a novel offering, credit expansion, speculative mania, distress, and crash/panic" (p. 94).

Banche, il finanziamento per la acquisizione di MBS (*Mortgage Backed Securities*)⁸ e di CDO attraverso l'emissione di titoli di credito e la rapida crescita del mercato dei *Credit Default Swaps* (p. 95), hanno fatto montare la fase speculativa nella quale l'aumento del debito per l'acquisto di prodotti finanziari faceva affidamento sull'aumento delle attività sottostanti, ossia del prezzo delle abitazioni. A questo punto il processo si caratterizza come una *Ponzi Finance* riferendosi alla analisi di Minsky (p. 97).

Per Husson (2010), gli ultimi 50 anni si possono suddividere in due parti: la prima che si estende dal 1960 al 1982 nella quale il saggio del profitto diminuisce e la seconda dal 1982 al 2008 nella quale il saggio del profitto aumenta, e questo andamento si è manifestato sia negli Stati Uniti sia nelle tre maggiori economie europee (Germania, Francia ed Inghilterra). Parte del recupero del saggio del profitto verificatosi a partire dagli anni '80 viene spiegato con l'aumento del tasso di sfruttamento della forza-lavoro, tanto che il saggio del profitto inverte il continuo declino che si protrarreva dal 1960 (p. 3).

Una inversione da *tendenza al ribasso* in *tendenza al rialzo* della profittabilità, secondo il titolo ironico del suo articolo del 2010, si deve all'aumento del tasso di sfruttamento della forza lavoro.

In una intervista del Luglio 2008 Husson afferma: "A partire dalla metà

degli anni ottanta il calo della quota dei salari ha consentito un aumento spettacolare del saggio medio del profitto", tuttavia, "una massa crescente di plusvalore non venne accumulata, ma distribuita prevalentemente sottoforma di redditi finanziari" (Husson 2008, p. 1). Grazie alla riduzione del potere d'acquisto dei salari, l'andamento dell'accumulazione non è riuscito a seguire quello della profittabilità e con il passare del tempo si è aperto tra i due un gap sempre crescente.

Così la divaricazione tra l'aumento della profittabilità e la diminuzione del ritmo degli investimenti è stata provocata dal fatto che l'aumento della profittabilità è stato ottenuto attraverso un aumento del tasso di sfruttamento della forza lavoro, per cui la diminuzione della domanda dei salariati avrebbe reso antieconomico l'investimento di parte del plusvalore. Husson considera la crescita del *gap* tra il saggio del profitto ed il saggio di accumulazione un indicatore del grado di finanziarizzazione dell'economia che ha già raggiunto un livello tale per cui il plusvalore deve ricercare forme finanziarie di valorizzazione; così una parte del plusvalore accumulato viene riciclata nella finanza e tale riciclaggio ha la funzione di sostituire la carenza della domanda a partire dai salari. Tale sostituzione è data dal consumo dei *rentiers* e da bolle speculative (p. 5)⁹.

La crisi per Husson non risulta pertanto da una diminuzione della profittabilità

8. Titoli garantiti da un insieme di mutui ipotecari (NdR).

9. "Quando il saggio del profitto aumenta a detrimento dei salari si ripristinano condizioni di investimento profittevoli, la finanza va ad occupare un ruolo funzionale nel creare fonti di domanda alternativa alla domanda dei salariati" (Husson 2008, p. 2). Qui sembra esserci una svista da parte di Husson, dato che gran parte della crescita del periodo di boom immobiliare si deve proprio al consumo dei lavoratori e pertanto non si configura come alternativa alla domanda dei salariati.

ma dal suo incremento verificatosi nel periodo neoliberista. Nonostante lo scontro empirico piuttosto intricato tra Husson e Kliman, la divergenza principale è chiaramente teorica. Husson considera la legge della caduta tendenziale del saggio del profitto, nel modo in cui viene espressa da Marx, come equivocata (p. 18). Secondo lui la formulazione di Marx risente del fatto che non prende in considerazione l'effetto della produttività sul valore dei mezzi di produzione e sul tasso di sfruttamento della forza lavoro. Dato che la produttività deprime il valore dei mezzi di produzione facendo aumentare, allo stesso tempo, il saggio del plusvalore, il saggio del profitto non ha necessariamente alcun motivo per diminuire col passare del tempo. Inoltre, tanto più questo aumenta, tanto più la composizione organica non può aumentare poiché crescendo la produttività i mezzi di produzione vengono continuamente deteriorati¹⁰.

Kliman (2009, 2010) sostiene che uno dei due aspetti centrali della teoria della crisi di Marx è il processo di distruzione del capitale che permetterebbe il ripristino della profittabilità e preparerebbe le condizioni per l'avvio di un nuovo ciclo economico, cosa che non si è verificato agli inizi degli anni '80. In quel periodo, invece di favorire il processo di distruzione del capitale, il governo cercava di compensare i

bassi livelli di crescita stimolando l'indebitamento. I dati empirici sul saggio del profitto presentati da Kliman si contrappongono all'idea secondo la quale il periodo neoliberista sarebbe stato in grado di ottenere un recupero della profittabilità. Il calcolo a costi storici tra i valori minimi del 1982 e del 2001 mostra che la profittabilità si manteneva pressoché costante (12,1% e 11,9%, rispettivamente). Kliman calcola anche il saggio del profitto a costi reali deflazionando lo stock di capitale fisso e la massa del profitto col deflatore del PIL, in contrasto con Husson che deflaziona lo stock di capitale fisso col deflatore dei mezzi di produzione, indice che, secondo Kliman, era maggiore dell'indice del PIL nel periodo preso in esame, provocando una sottostima del valore a costi correnti dello stock di capitale fisso e, pertanto, una stima più elevata della redditività. Secondo i calcoli di Kliman il saggio del profitto non è stato recuperato nel decennio '80-90, tuttavia, questo subì una risalita decisa nella metà della prima decade del XXI° secolo¹¹, egli cerca poi di delineare il legame tra questo andamento e la crisi sostenendo che il declino del saggio del profitto non ne costituisce la causa immediata. Questo declino, tuttavia, ha generato una fase di speculazione nella quale i capitalisti hanno cercato di compensare il calo della profittabilità attraverso guadagni finanziari.

10. Per una visione moderna e contraria ad Husson su questo assunto si veda Shaikh (1990) e Yaffe (1972).

11. Joshua (2009) presenta dei risultati simili a quelli di Kliman nei quali colpisce l'assenza di un recupero del saggio del profitto a partire dai primi anni '80. Nonostante il recupero iniziale, questo si interrompe agli inizi degli anni 90 di modo che il saggio del profitto medio delle corporation non-finanziarie degli Stati Uniti nel periodo 2002-2008 (9,9%) si situa allo stesso livello del saggio del profitto medio del periodo 1982-1992 (9,9%).

L'aumento dell'indebitamento che accompagna questa fase di speculazione ha portato alla crisi tanto che i debiti divennero così onerosi che non si riuscivano a pagare (p. 31). L'aumento del saggio del profitto a partire dal 2004 è stato prodotto dalla reazione alla diminuzione della profittabilità, ma costituisce allo stesso tempo una preparazione alla crisi che si è abbattuta sull'economia USA e sul mondo.

Kliman asserisce che il saggio del profitto effettivo diminuisce fino a portarsi al livello del saggio del profitto di lungo periodo, definito da lui come saggio del profitto incrementale $\Delta m / \Delta C$, dove Δm è l'incremento della massa di plusvalore e ΔC l'incremento del capitale. Il saggio del profitto incrementale è una grandezza più o meno costante, oscillando attorno al 4% in tutto il periodo postbellico (p. 74).

Nella fase ciclica, dovuta alla distruzione di capitale che precede l'inizio di una nuova espansione, il saggio del profitto effettivo risulta superiore al saggio del profitto incrementale, ma allorché si sviluppa il boom, il saggio del profitto effettivo inizia a convergere con il saggio del profitto incrementale. A meno di una nuova crisi che permetta il ripristino della profittabilità attraverso la distruzione di capitale, l'economia scivolerà verso un livello di bassa profittabilità e di crescita modesta, fenomeni verificatisi nel periodo neoliberista dove i governi si sono adoperati per mantenere il sistema in regime di crescita asfittica attraverso l'aumento del debito pubblico e privato.

La descrizione del boom è la stessa: l'espansione creditizia, favorita dalla riduzione dei tassi di interesse, arrivò ad un punto tale che il rapporto tra

debito ipotecario e reddito disponibile crebbe improvvisamente dal 71% del 2000 fino al 103% nel 2005. Per cui ciò che caratterizza il boom immobiliare come bolla speculativa è proprio il fatto che dal 2000 al 2005 il reddito individuale, detratte le tasse, era cresciuto del 35% in quanto i prezzi delle abitazioni triplicò nello stesso periodo. Così, la capacità di pagamento, che dipende in ultima analisi dalla produzione di nuovo valore, si dimostrò sempre più difficoltosa specialmente quando la caduta del prezzo delle abitazioni bloccò qualsiasi possibilità di rifinanziamento (Kliman 2008, pgs. 4-5).

IV. CRITICA DELLE VARIE INTERPRETAZIONI

dos Santos sostiene che quando il credito viene concesso alla forza-lavoro, la realizzazione degli interessi è molto più complessa di quella tipica del credito indirizzato al circuito del capitale industriale (p. 18). Tale osservazione sembra illogica poichè dal punto di vista delle banche il prestito di denaro deve realizzare $D - D'$ qualsiasi sia il soggetto che usufruisce del credito. Per Husson le banche entrano in rapporto con la forza lavoro in una posizione di vantaggio (p. 19), una condizione in cui si possono estorcere profitti superiori alla media.

Le interpretazioni di dos Santos e di Lapavistas sono state recentemente criticate da Fine (2009), la cui principale argomentazione si basa sul fatto che quando si considera il valore della forza lavoro come dato, il credito bancario che viene concesso ai lavoratori, e il corrispondente costo degli interessi, cessa di avere un qualunque ruolo

nella determinazione del valore della forza lavoro; gli interessi divengono una mera deduzione da tale valore. Fine non è molto chiaro, ma sembra stia suggerendo che il cambiamento nel valore della forza lavoro è dovuto a due fattori collegati tra loro; vale a dire, un cambiamento degli standard di consumo e della forma della sua acquisizione, modificazioni per le quali gli interessi dovrebbero entrare a far parte del nuovo valore della forza lavoro, altrimenti quest'ultima ridurrebbe il suo prezzo sistematicamente al di sotto del suo valore.

Per quanto riguarda i profitti anomali realizzati dalle banche attraverso il credito fornito ai lavoratori, dos Santos e Lapavitsas sostengono che derivano dal fatto che la forza lavoro non ha fonti alternative di finanziamento con le quali negoziare le condizioni del credito. Il fatto di contare solo su un'unica fonte di accesso al finanziamento li espone a condizioni illecite definite da questi autori come *espropriazione finanziaria*. A questo punto sorge il problema di sapere se abolendo le condizioni di credito illecite venga eliminata allo stesso tempo l'espropriazione. Difatti, Lapavitsas sottolinea lo squilibrio tra banche e famiglie per quanto concerne l'informazione ed il potere, in contrasto con il rapporto paritario tra banche ed imprese. Il concetto di espropriazione finanziaria rimane oscuro: in ultima analisi forse si riferisce ad un $\Delta f'$ proveniente dalle condizioni più vantaggiose che godono le banche nei loro rapporti con le famiglie?

Su questo aspetto l'analisi di Fine segnala inoltre l'inconsistenza del fatto che i profitti anomali si mantengano per molto tempo senza che venga indotta

l'applicazione di nuove forme di credito in grado di ridurli ad un profitto normale. Ancora più interessante è l'osservazione secondo la quale le affermazioni di Lapavitsas e dos Santos non poggiano sull'analisi del credito sviluppata da Marx. Anzi costoro non si preoccupano di chiarire la simbiosi tra accumulazione monetaria e accumulazione reale, così come viene affrontata da Marx nei capitoli omonimi del III Libro del *Capitale*. La sovrastruttura teorica della espropriazione finanziaria, anche se insoddisfacente, non si limita alla dinamica della crisi quando spiega il coinvolgimento di massa delle famiglie salariate nell'ingranaggio del consumo a credito e la loro conseguente condizione di insolvenza.

L'analisi di Lapavitsas presenta però numerosi problemi concettuali. È vero che l'espropriazione finanziaria è un fenomeno legato alla circolazione, ma Lapavitsas non analizza separatamente i due aspetti della circolazione che riguardano il rapporto tra banche e singoli debitori. Questo rapporto può essere rappresentato dalla seguente forma:

$$D - D - M.....FT - D - D'$$

Nella quale si può notare che la forza lavoro acquista merci ($D - M$) prima di aver venduto la propria. Dopo il trasferimento del denaro dalla banca al singolo, il denaro funziona come mezzo di circolazione attraverso il quale la forza lavoro acquista le merci M , ma ciò significa che per poter pagare dovrà vendere forza lavoro ma non per comprare, bensì per pagare.

La finanziarizzazione del consumo produce un mutamento nella funzione

della vendita della forza lavoro che acquisisce anche la forma di mero denaro, infatti la forza lavoro compra l'uso del denaro secondo il suo prezzo $D' - D =$ interessi, ma non lo acquisisce in quanto capitale. La banca, da parte sua, vende il denaro in quanto merce-capitale, il cui valore d'uso è la produzione di profitto, esattamente la differenza $D' - D$, che, contrariamente alla separazione cui è soggetta nel rapporto con il capitale produttivo, viene totalmente incamerata sottoforma di interessi bancari. Questa è la asimmetria oggettiva che soggiace al rapporto banca-mutuatario. Non si tratta di una asimmetria di informazioni o di potere, ma di una asimmetria di circuiti: la funzione del capitale di interesse da un lato e dall'altro il circuito del consumo individuale finanziato. Prestato come capitale, il denaro deve ritornare accresciuto degli interessi, indipendentemente dalla fonte che ha richiesto il credito.

Contrariamente a quanto emerge da Lapavitsas, la domanda dei singoli non avviene come mezzo di pagamento ma come mezzo della circolazione, come mezzo d'acquisto¹².

Se nel secondo trasferimento $D - D'$ il denaro funziona come mezzo di pagamento, allora non corrisponde al vero che la espropriazione finanziaria "per quanto riguarda i redditi personali, mette in movimento flussi già esistenti di denaro e di valore" (p. 40) sempli-

cemente perchè il lavoratore per pagare vende la forza lavoro e pertanto dovrà produrre l'equivalente in valore della sua forza lavoro prima di ricevere il suo salario. Ma diventa tutto più confuso quando Lapavitsas afferma che per il carattere sistematico della espropriazione finanziaria, anche se è un fenomeno relativo alla sfera della circolazione, essa esprime un aspetto dello sfruttamento (p. 40).

Occorre infine sapere come tale espropriazione possa far aumentare i profitti della classe capitalista nel suo complesso¹³. Infatti se da un lato il consumo basato sul credito fa aumentare i profitti dei settori che offrono i prodotti richiesti, dall'altro fa diminuire della stessa misura il potere d'acquisto dei salari espropriati degli interessi bancari. Si accresce immediatamente il profitto delle banche, ma il profitto delle industrie aumenta solo nei settori coinvolti nella catena di produzione dei beni che sono alla base della bolla speculativa.

Il problema teorico principale della tesi stagnazionista sta nel postulato di uno squilibrio permanente tra l'offerta e la domanda. In contrasto con la continua riduzione del consumo nei percettori di reddito, la produzione di beni di consumo segue il suo corso in maniera imperturbata causando un eccesso della capacità ed una riduzione degli investimenti ma la riduzione di questi non sembra operare come meccanismo

12. "La dipendenza degli individui nei confronti del denaro come *mezzo di pagamento* (non solo come mezzo di scambio) ha fatto aumentare sempre più il ritiro del settore pubblico dalle forniture di abitazioni, delle pensioni, del consumo, dell'istruzione, ecc." (Lapavitsas 2009, p. 43).

13. "Fintanto che l'accumulazione reale ha continuato a manifestare risultati molto modesti, la classe capitalista ha trovato nuove fonti di guadagno nei meccanismi finanziari moderni" (Lapavitsas, 2009, p. 34).

che ristabilisce una proporzionalità tra domanda e capacità produttiva, è come se l'effetto del ritardo iniziale possa riprodursi indefinitamente.

È importante notare che autori come Foster e Magdoff si avvalgono molto più di Keynes che di Marx. I concetti preminenti sono tipicamente keynesiani, vale a dire: i problemi relativi alla domanda effettiva legati alla diminuzione della propensione marginale al consumo dei capitalisti; l'equilibrio della disoccupazione come condizione naturale dell'economia capitalista, la trasformazione di Keynes in un teorico del ciclo dell'economia capitalista, trasformazione effettuata da Minsky, e così via.

Un esempio eclatante dell'ipertrofia di Keynes tra i marxisti è il riferimnto che fanno Foster e Magdoff (p. 16) alla tesi dei due prezzi di Keynes, successivamente formalizzata da Minsky, nella teoria post-keynesiana dell'investimento.

Gli autori non riescono a percepire che la duplicazione tra l'investimento produttivo ed i titoli che danno diritto agli utili da questo investimento costituisce proprio la teoria del capitale fittizio di Marx per quanto riguarda il caso specifico delle azioni, ma che non si limita a queste. Inoltre, sembrano ignorare l'analisi sviluppata da Marx secondo la quale la fase espansiva del ciclo genera necessariamente una febbre speculativa basata proprio su questi titoli.

L'incongruenza che ritroviamo nell'analisi di Husson è paragonabile a quella sottoconsumista quando viene sostenuta utilizzando la nozione secondo cui il prodotto sociale cresce più rapidamente di quello originato dalla

domanda proveniente dai salari più gli investimenti. Inoltre questa differenza aumenta continuamente, dato che si riflette in un crescente divario tra profitto realizzato e profitto reinvestito.

Tuttavia, come si può realizzare un profitto in presenza di uno continuo scostamento tra produzione e domanda? E se lo scostamento è *ex-post* non dovrebbe provocare un aggiustamento della capacità produttiva? E come potremmo avere allo stesso tempo una profittabilità sostanzialmente elevata in assenza di alternative redditizie data la contrazione della domanda dei lavoratori? Quanto alla sua critica alla legge della caduta tendenziale del saggio del profitto, Husson considera la controtendenza come legge contraria allo stesso *status* della legge principale, ma egli stesso cita a tale proposito un passaggio importante nel quale Marx afferma che "le stesse cause che generano una diminuzione del saggio del profitto moderano la realizzazione di questa tendenza", affermazione che rivela il carattere attenuante delle controtendenze allorché dipendono dalla tendenza principale. In verità per Husson non opera nemmeno l'idea base, tra i marxisti, secondo la quale la legge della tendenza alla caduta del saggio del profitto si riferisce alla tendenza al declino del valore massimo del saggio del profitto L/c , dove $L = v + m$ è il nuovo lavoro eseguito sui mezzi di produzione e c è il valore di quei mezzi di produzione, denominato capitale costante. Questo perché secondo lui la composizione organica deve necessariamente crescere, ma il suo andamento è indeterminato per cui a questo punto ci troviamo di fronte ad un problema con-

cettuale. La composizione organica in quanto riflesso della composizione tecnica, in altre parole calcolata a *prezzi costanti relativi* ai mezzi di produzione e ai beni di consumo, deve necessariamente crescere una volta che si sia verificato un aumento progressivo della composizione tecnica.

Così quando Husson si riferisce alla composizione organica dovremmo leggere *composizione di valore* che può divergere dalla composizione tecnica per i cambiamenti di valore dei mezzi di produzione e dei beni di consumo e per i cambiamenti del salario reale¹⁴.

La legge della caduta tendenziale della profittabilità, rappresentata nel *Capitale*, si basa giustamente sulla composizione organica poiché rispetta la composizione tecnica e non vi è alcuna ragione di supporre che l'indice dei prezzi dei mezzi di produzione abbia un andamento sul lungo periodo diverso dall'indice dei prezzi dei beni di consumo.

L'analisi empirica può avvalersi solo della composizione di valore, ma questa fluttua nell'orbita della composizione organica, ma se la composizione di valore dovesse divergere dalla composizione organica per periodi prolungati ciò significherebbe che la diminuzione del valore della forza lavoro sarebbe sistematicamente minore della diminuzione della massa di capitale costante per lavoratore. Ma ciò sarebbe impossibile. L'aumento della massa di capitale costante per lavoratore costituisce un indicatore dell'aumento della produttività

che è pertanto organicamente rapportato alla diminuzione del ritmo di crescita dell'occupazione, fatto che avrebbe come conseguenza una contenimento dei salari. La sua conclusione secondo cui la legge tendenziale è mal formulata, dato che non ci permette di considerare il ruolo cruciale della produttività (p. 18) dovrebbe essere accompagnata dalla conclusione secondo cui la legge più importante dell'economia politica di Marx è allo stesso tempo il suo errore più grave.

Riguardo alle tesi di Kliman è necessario affermare che egli propone una teoria alternativa a quella di Marx, infatti con l'aumento nel tempo della composizione c/v deve cadere anche il saggio incrementale del profitto, $\Delta m/\Delta C$. Di fatto, per Marx, la tendenza alla caduta del saggio del profitto si deve all'aumento della composizione organica del capitale, mentre per Kliman si deve al fatto che il saggio del profitto incrementale tende a prevalere sul saggio del profitto effettivo dal momento che l'espansione dissipa l'energia accumulata con la distruzione di capitale nella crisi precedente, a meno di una svalutazione del capitale grazie ad una nuova crisi economica, che porterebbe il saggio del profitto effettivo ad uniformarsi al saggio del profitto incrementale. Inoltre la massa di plusvalore ad un certo punto deve ristagnare, cosa impossibile nello schema di Kliman dato che il saggio del profitto incrementale si mantiene positivo e costante¹⁵.

15. Nella sua teoria della crisi da sovraccumulazione Shaikh (1991) mostra che la massa di plusvalore deve ristagnare quando l'effetto positivo dell'aumento dello stock di capitale sui profitti sia minore dell'effetto negativo della diminuzione del saggio del profitto. Un articolo recente di Giussani (2010) presenta una argomentazione critica alle proposte di Kliman.

V. CONCLUSIONI

In questo articolo sono stati analizzati criticamente alcuni contributi importanti sul carattere della crisi in corso. La scuola della *Monthly Review* manifesta una evoluzione concettuale che arriva allo stesso risultato: la tendenza del capitalismo alla stagnazione, ormai in simbiosi con la finanziarizzazione. Il primo contributo di Sweezy (1973) sosteneva che la produzione di beni di consumo tendeva a crescere più rapidamente della loro domanda in quanto la loro produzione dipendeva dalla produzione di mezzi di produzione. L'impiego di mezzi di produzione fa aumentare la produzione di beni di consumo, ma non fa aumentare in alcun modo la massa dei salari, al contrario, la spesa per i salari cresce più lentamente. La capacità di produrre beni di consumo cresce più rapidamente della domanda di consumo dei lavoratori, ma, d'altro canto, il consumo dei capitalisti diminuisce con l'aumentare dei profitti.

La tesi sottoconsumista, applicata alla sezione che produce beni di consumo, viene estesa, nel *Monopoly Capital*, alle due sezioni della produzione sociale: la sezione che produce beni di consumo e quella che produce mezzi di produzione. Con la fine della concorrenza sui prezzi, il plusvalore tende a crescere al di sopra delle possibilità di investimento causando un eccesso di capacità per cui la tesi della tendenza verso la stagnazione verrebbe rafforzata dall'esistenza di un eccesso cronico della capacità e dalla conseguente diminuzione del tasso di accumulazione. La teoria sottoconsumista è stata riproposta da Sweezy nel 1994 con il suo articolo *The Triumph of Finance Capital*

ed integrata nel suo articolo *Monopoly Capital After 25 years* in cui l'autore fa una riflessione critica sulle lacune presenti nel *Monopoly Capital* tra le quali l'evoluzione finanziaria non prevista in quel libro. I recenti contributi di Foster e Magdoff ripetono *ipsis literis* gli stessi argomenti e pertanto, sono soggetti alle stesse critiche già sviluppate nei confronti della visione sottoconsumista.

A questi autori è necessario ribadire le critiche al vizio dei sottoconsumisti – sia nella versione iniziale sia in quella sviluppata sulle due sezioni della produzione – di postulare uno squilibrio permanente tra l'aumento della capacità e l'aumento della domanda, squilibrio che è in totale contrasto con l'analisi della riproduzione allargata trattata da Marx nel Secondo libro del *Capitale*. Inoltre risulta chiaro che Magdoff e Foster non sviluppano una analisi teorica a partire dai contributi propri di Marx. Il rapporto tra eccesso di profitti e possibilità di investimento non è legato allo sviluppo del credito al consumo, al contrario emerge in primo piano la politica economica che avrebbe favorito la riduzione degli interessi cosicchè l'esplosione di una bolla fa riaffiorare lo spettro della crisi (p. 50). Infine Foster e Magdoff giungono a conclusioni vicine al concetto di espropriazione finanziaria di Lapavistas e dos Santos: l'aumento dell'indebitamento delle famiglie e i processi speculativi hanno portato ad estrarre maggiore surplus dalla popolazione e, pertanto, costituiscono meccanismi di sfruttamento dei lavoratori e delle classi medie inferiori (p. 61). Per avere una migliore visualizzazione dei risultati ottenuti rappresentiamo le teorie esaminate e le critiche fondamentali con una tavola.

TAVOLA I
INTERPRETAZIONI DELLA CRISI E CRITICHE PRINCIPALI

	Cause della crisi	Critica
COSTAS LAPAVITSAS PAULO DOS SANTOS	L'indipendenza finanziaria delle grandi corporation rispetto al credito bancario ha portato le banche a rindirizzare i flussi di credito verso le famiglie come fonte alternativa di profitti, sottoforma di espropriazione finanziaria, a fronte di salari stagnanti.	La teoria della espropriazione finanziaria implica che gli interessi siano una sottrazione di valore della forza lavoro e quindi la teoria si basa sull'assunto che la forza lavoro venga pagata sistematicamente al di sotto del suo valore.
MICHEL HUSSON	L'Aumento del tasso di sfruttamento della forza lavoro e del saggio del profitto senza un aumento del saggio di accumulazione hanno indirizzato il plusvalore verso la finanza al fine di generare fonti alternative della domanda.	L'aumento del tasso di sfruttamento avrebbe ridotto la domanda effettiva e resa impossibile l'accumulazione di plusvalore. Ma Husson non spiega come tale processo possa reiterarsi continuamente.
JOHN BELLAMY FOSTER FRED MAGDOFF	I Monopoli profittevoli non possono reinvestire le eccedenze per non deprimere i loro margini di profitto per cui il plusvalore cerca di valorizzarsi attraverso gli asset del mercato finanziario generando ondate speculative.	La produzione di beni di consumo non è proporzionale all'investimento, ma solo all'investimento in beni di consumo e non vi è alcun motivo per cui la produzione di essi non possa adattarsi al livello della domanda.
ANDREW KLIMAN	Senza distruzione di capitale il saggio del profitto effettivo non aumenta al di sopra del saggio del profitto di lungo periodo che essendo basso mantiene l'economia in un regime di stagnazione che i governi cercano di compensare facilitando il credito e provocando bolle speculative.	L'analisi diverge da quella di Marx secondo cui la riduzione del saggio del profitto risulta dall'aumento di c/v . Inoltre per Marx la massa del profitto è necessariamente modesta in condizioni di stagnazione, fatto questo che non si può verificare nella teoria di Kliman dato che il suo saggio del profitto di lungo periodo è positivo.

L'analisi dei vari contributi rivela una divisione interessante tra coloro che concepiscono la causa della crisi dal flusso di profitti dalla produzione verso la finanza, come nella interpretazione di Husson e della coppia Foster/Magdoff, ed altri secondo i quali l'aumento del credito al consumo è il risultato di una ristrutturazione dei flussi di credito dalle imprese – sempre più autonome sul mercato del denaro – verso le famiglie salariate sempre più dipendenti dal finanziamento bancario. Questa linea di divisione riflette l'importanza che il primo gruppo attribuisce alla diminuzione dei tassi di crescita rispetto ai teorici della *School of Oriental and African Studies*. Infine abbiamo la tesi di Kliman secondo la quale il calo della crescita, durante la fase neoliberista, è stato provocato dal declino del saggio di profittabilità. Il tentativo del governo americano di compensare il calo della crescita

attraverso lo stimolo al credito ha portato al *boom* immobiliare ed alla bolla speculativa. L'analisi rivela inoltre che l'ipertrofia dell'uso di Keynes tra i marxisti, anche quando l'apparato concettuale di Marx è fecondo per la comprensione del capitalismo moderno, fa sì che, data la carenza di uno sviluppo teorico immediatamente disponibile, marxisti importanti come Moseley¹⁶, per esempio, rinuncino facilmente ad analizzare la crisi basandosi sui concetti di Marx considerandolo perentoriamente come un teorico minore del capitalismo finanziario. Come affermato in precedenza, i fenomeni speculativi, secondo la visione di Marx, sono parte integrante del picco del *boom* e l'ingresso sulla scena proprio di questa fase fornisce un apparente vigore alle fasi che precedono il *crash* illudendo così gli osservatori e spingendoli a previsioni che presto si dimostreranno senza fondamento.

16. "Il migliore teorico del sistema capitalista finanziario è Hyman Minsky e non Karl Marx. La crisi attuale è più una crisi di Minsky che una crisi di Marx".

BIBLIOGRAFIA

Baran, Paul e Paul Sweezy. *Monopoly Capital: an essay on the American economic and social order*. New York e London: Modern Reader Paperbacks, 1968. Traduzione italiana: *Il capitale monopolistico. Saggio sulla struttura economica e sociale americana*, Einaudi, 1968.

Brenner (2009). "What is good for Goldman Sachs is good for America: the origins of the current crisis", UCLA, *Center for Social Theory and Comparative History*, 18 de abril de 2009 (Prefazione alla edizione spagnola del libro *Economic of Global Turbulence* maggio 2009).

dos Santos, Paulo. "At the heart of the matter: household debt in contemporary banking and the international crisis" *Research on Money and Finance*, Discussion Paper no. 11, 11 Maggio 2009, www.soas.ac.uk/rmf

Fine, B. *Financialisation, the value of labour power, the degree of separation, and exploitation by banking*. Soas, Aprile 2009.

Foster, John Bellamy e Fred Magdoff. *The great financial crisis*. New York: Monthly Review Press, 2009.

Giussani, Paolo. *Il movimento del saggio del profitto secondo Andrew Kliman*. Milano, Maggio 2010, prima versione provvisoria.

Husson, Michel. *La hausse tendancielle du taux de profit*. Gennaio 2010, <http://hussonet.free.fr/cricoco.htm>.

Husson, Michel. Marxists on the capitalist crisis: 7. Michel Husson – *A systemic crisis, both global and long-lasting*. <http://www.workersliberty.org> Luglio 2008.

Joshua, I. *Notes sur La trajectoire Du taux de profit*. Contretemps <http://contretemps.eu>, Ottobre 2009.

Kliman, Andrew. *The destruction of capital' and the current economic crisis*, www.socialistdemocracy.org, 15 Gennaio 2009.

Kliman, Andrew. *On the roots of the current economic crisis and some proposed solutions*, 17 Aprile 2009.

Kliman, Andrew. *The persistent fall in profitability underlying the current crisis: new temporalist evidence*, 2a. versione, 17 Ottobre 2009.

Kliman, Andrew. *Masters of words: a reply to Michel Husson on the character of the latest economic crisis*, 19 Febbraio 2010.

Kliman, Andrew. *A crisis for the centre of the system* Ottobre 2008.

Itoh, Makoto. *On the historical significance and the social costs of the sub-prime financial crisis: drawing on the Japanese experience*. Research on Money and Finance, Discussion Paper no. 7, 15 Marzo 2009, www.soas.ac.uk/rmf

Lapavistas, Costas. *El capitalismo financiarizado*. Madrid: Maia Ediciones, 2009.

Lapavistas, Costas. *Costas Lapavistas interview: the credit crunch*. International Socialism: <http://www.isj.org.uk/index.php4?id=395>

Moseley, Fred. *US home mortgage crisis: how bad will it be? Causes and solutions*, mimeo, 2008.

Shaikh, A. "An introduction to the history of crises theories", in Urpe (org.), *U.S. Capitalism in Crisis*. Urpe-Union for Radical Political Economics: 1978, pag.. 219-240. "Introduzione alla storia delle teorie sulla crisi" in *La Crisi: raccolta di saggi di Anwar Shaikh* Connessioni Editore disponibile <http://connessioni-connessioni.blogspot.it/>

Shaikh, A. "Organic composition of capital", in J. Eatwell, M. Milgate e P. Newman (eds.), *Marxian Economics – The New Palgrave*. New York-London: W. W. Norton & Company, 1990.

Shaikh, A. *Valor, acumulación y crisis. Ensayos de economía política*. Bogotá: Tercer Mundo Editores, 1991.

Sweezy, P. *Teoria do desenvolvimento capitalista*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1973. Traduzione italiana: *La teoria dello sviluppo capitalistico*, Einaudi, 1951.

Yaffe, D. *Why the organic composition of capital must rise with accumulation*. www.marxists.org/subject/economy/authors/yaffed/1972/note.htm

I DERIVATI E IL MERCATO CAPITALISTICO: IL CUORE SPECULATIVO DEL CAPITALE

Tony Norfield*

ABSTRACT

I derivati finanziari sono stati considerati come la più grande mascalzonata dell'ultima crisi, specie per la speculazione a breve termine messa in atto dalle banche. Finora è stata prestata poca attenzione al ruolo fondamentale che i derivati svolgono nel capitalismo moderno e ancor meno si è puntata l'attenzione su come il boom della speculazione a breve termine dei derivati sia stata indotta dalla crisi di redditività e dell'accumulazione di capitale. Questo articolo mostra che, mentre i derivati sono stati il mezzo attraverso il quale è decollata la speculazione, ciò che ha dato slancio a quest'ultima è stata la bassa redditività, e tutto ciò è avvenuto perché le banche hanno trasformato i loro mutui ipotecari in titoli derivati, i fondi pensione hanno scommesso sui commodity-futures¹ e perché paesi come la Grecia hanno usato i derivati per nascondere le vere condizioni in cui si trovavano le loro finanze. I derivati hanno contribuito a rendere evidente la forma e la dimensione della crisi, ma non le cause sottostanti. Le

riforme del mercato dei derivati che sono state proposte non tengono conto dei fattori che hanno provocato la crisi finanziaria, nell'erronea convinzione che essa derivi da una mancanza di regole.

1. INTRODUZIONE

Gli strascichi della crisi scoppiata nel 2008, con il fallimento della Lehman Brothers, non si sono ancora esauriti. I governi europei, quello statunitense e di qualsiasi altra parte del mondo, incapaci di dare soluzione a questa crisi, stanno cercando disperatamente di rafforzare i controlli sulle regole dei mercati finanziari nella speranza che ciò possa salvarli in futuro. Il piano messo in atto dalla politica è focalizzato sul mercato dei derivati, in particolare quelli connessi al credit-default². Questo articolo esamina il ruolo dei derivati nel sistema del

* School of Oriental and African Studies, University of London. tonynorf@field@gmail.com

1. Commodity-futures: contratti per consegna a termine di merci, espressione usata con lo stesso significato di *futures* ma relativa a merci, non a prodotti finanziari. (N.d.T).

2. Il "Wall Street Reform and Consumer Protection Act" degli americani Dodd-Frank venne convertito in legge il 21 luglio del 2010. Questo documento di 848 pagine ne dedica ben 161 alle regole del mercato degli swaps. Il 15 settembre 2010 la Commissione Europea ha adottato un regolamento sul mercato dei derivati over-the-counter (OTC), implementando riforme simili. La Commissione EU ha commentato: «La crisi finanziaria ha portato i derivati OTC all'attenzione di una riforma regolatrice. Il quasi collasso di Bear Stearns nel marzo 2008, il fallimento della Lehman and Brothers il 15 settembre 2008 e il salvataggio della AIG il giorno seguente misero in evidenza i difetti del mercato dei derivati OTC. Insieme a quel mercato, i regolatori rivolsero particolare attenzione al ruolo giocato all'interno della crisi dai credit default swaps.» (Vedi Commissione Europea 2010, pag. 5). I rappre-

mercato capitalistico mostrando come ne costituiscano uno sviluppo naturale e come la speculazione sia inevitabile. Inoltre, si analizza lo sviluppo dei derivati come una delle conseguenze causate dalle difficoltà nell'accumulazione capitalistica. La nostra tesi è che essi non siano affatto l'origine del problema³. Sarà dimostrato che i derivati sono solo un altro strumento usato dal capitale nei paesi più ricchi – specialmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, nei quali operano i più grandi istituti bancari – per tentare di far aumentare il profitto. La nascita dei derivati non è un segno della “sofisticazione” della finanza, della potenza del computer e dei mercati globalizzati, ma un tentativo disperato dei capitalisti per trovare un altro canale attraverso il quale favorire il profitto⁴. In questo contesto, una riforma del mercato dei derivati è, nel migliore dei casi, irrilevante e ritenere, come fanno le istituzioni ufficiali, che essi siano il problema porta a sviare l'attenzione dalle cause che sottostanno alla

crisi e a spostarla sulle proposte per evitare gli eccessi del capitalismo. Negli ultimi due anni i governi europei si sono occupati in modo particolare dei Credit-Default Swaps (CDS)⁵, un tipo particolare di derivati. Questi swaps mettono gli azionisti nelle condizioni di contrarre un'assicurazione sul fallimento di una società o di una nazione riguardo al pagamento del loro debito, e sono stati uno strumento importante per speculare sulla probabilità che quel fallimento *potesse* avvenire.

Durante il 2011, i piani dell'Europa per affrontare la crisi del debito della Grecia sono stati dominati dalla necessità di trovare una soluzione che evitasse di dover parlare di “Credit Event”⁶, così da non innescare i pagamenti dei contratti CDS.

I CDS dalla fine del 2009 furono al centro della scena in quanto rappresentavano un vero e proprio spauracchio per i politici europei, e ciò avvenne quando fu del tutto chiaro cosa pensassero i mercati finanziari della Grecia, un paese che per

sentanti del Regno Unito misero in discussione alcuni dettagli della riforma, ma furono sostanzialmente d'accordo sull'approccio complessivo. Vedi Financial Service Authority 2009.

3. L'autore desidera ringraziare due rencensori anonimi per i loro utili commenti a una precedente stesura di questo articolo.

4. Nella mia carriera precedente, ho lavorato circa venti anni in una banca della City di Londra ed ho partecipato ai lavori di team di ricerca. Durante quel periodo lavorando per una banca americana, e poi per una europea, mi sono fatto un'idea dei saggi di interesse degli swaps e dei futures, valuta circolante differita, “non-dervable Forwards”, e diversi tipi di “vanilla” e “exotic” options valutarie. L'essere a contatto con gli operatori e i clienti della banca (corporations non finanziarie, fondi pensione, fondi di investimento, banche centrali ecc.) mi diede l'occasione per prendere consapevolezza della speculazione e della dimensione di “economia reale” del mercato finanziario dei derivati.

5. Credit-default swaps: swaps sui mancati pagamenti. (NdT).

6. Un credit event include fallimenti o la violazione di un contratto di emissione di una obbligazione o di un prestito. Qualsiasi calo dei rating del credito del mutuatario può innescare lo swap. Eventi creditizi si riferiscono sempre alla condizione del mutuatario rispetto all'asset sottostante e non alle condizioni del creditore o dell'acquirente dello swap (NdR).

7. È stato ampiamente riferito che una delle principali banche di investimento statunitense, Goldman Sachs, fu di valido aiuto nel gestire un programma di derivati utili per permettere al governo greco di nascondere la situazione reale delle sue finanze pubbliche alle autorità della UE prima di diventare membro dell'euro nel 2001. Vedi Clark, Stewart e Moya 2010.

entrare in Europa aveva truccato i bilanci⁷ e non è difficile immaginare la frustrazione dei politici dell'area euro per tutto questo. I loro piani per risolvere la crisi avrebbero potuto causare l'esplosione di quel mercato finanziario che loro stessi avevano incoraggiato in precedenza. Un fattore ancora più critico era costituito dal fatto che, a causa della fragilità di altri membri, anch'essi sotto pressione, veniva messo in discussione lo stesso progetto politico dell'unione monetaria. La frustrazione rispetto ai derivati ha indotto anche un abituale commentatore del Financial Times, il giornale dell'élite economica europea, ad invocare una messa al bando di alcune modalità di scambi finanziari⁸.

2. DOVE PRENDONO PIEDE I DERIVATI?

La definizione di derivato può sembrare apparentemente semplice. Si tratta di un contratto il cui valore è determinato da qualcosa d'altro: il mercato capitalista produce comunque un elenco fuorviante di quel "qualcosa". Il valore di un contratto finanziario derivato potrebbe dipendere da qualcosa che ha che fare con il prezzo del rame, il prezzo di un particolare titolo finanziario (obbligazio-

ne o azione), con la temperatura, un mancato pagamento, il prezzo di un *altro* contratto derivato (come nel caso di un'opzione su un contratto a termine), oppure il valore del contratto derivato può riflettere il prezzo di parecchi altri beni finanziari, o, ancora, altri fattori che possano influenzare il suo valore⁹. Qualunque sia la sua natura, il derivato *non* ha alcuna relazione con l'asset corrispondente. Per esempio, il proprietario di un contratto a termine per acquistare una tonnellata di rame a un certo prezzo non è realmente il proprietario del rame: egli potrà comprarlo solo allo scadere del contratto, per esempio a marzo 2012 e, a quella data, il contratto può essere venduto e si può realizzare un profitto o subire una perdita. Qualcosa di simile avviene con tutti i contratti del tipo *futures*, sia su un bene sia su prodotti finanziari o su qualsiasi altra cosa¹⁰. Per le *options-derivatives* (opzioni sui derivati), il proprietario di un opzione per comprare un titolo finanziario a un prezzo stabilito a giugno 2012, non percepisce alcun dividendo e non matura interessi (dalla sua proprietà) fino a che l'opzione non viene esercitata perché essa (l'opzione) *non implica la proprietà del titolo*. Tutto ciò che si "possiede" è un contratto per

8. Wolfgang München ha scritto: «Generalmente non amo proporre delle proibizioni. Ma non riesco a capire perché stiamo ancora seguendo il commercio dei credit-default swaps in assenza di una proprietà delle corrispondenti assicurazioni ... i CDS allo scoperto sono lo strumento di scambio per coloro che realizzano grandi scommesse contro i governi europei, più recentemente contro la Grecia». Vedi München 2010. I derivati allo scoperto è la posizione detenuta da un operatore indipendente che non ha nessuna assicurazione corrispondente per coprirsi.

9. Vedi Hull 2009, un libro di chiara comprensione sul meccanismo della determinazione del prezzo dei derivati, inclusi i derivati sul tempo meteorologico.

10. Per quanto riguarda i futures sui tassi di interesse a breve termine, alla scadenza non si finisce con l'acquisire un LIBOR a tre mesi, etc., ma si paga o si riscuote un compenso in contanti che dipende comunque dalla differenza tra il prezzo concordato e il prezzo del contratto. [Il LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) è il tasso di riferimento europeo al quale le banche si prestano denaro tra loro ed è minore del tasso di sconto che gli istituti di credito pagano per un prestito alla banca centrale. NdT].

comprare alla data di scadenza il titolo a un certo prezzo superiore (e l'opzione non verrebbe esercitata nel caso in cui il prezzo di riferimento sul mercato fosse più basso del prezzo fissato). Per tasso di interesse sui derivati *swaps* si intende un accordo commerciale in cui le parti contraenti scambiano una sequenza di flussi di denaro collegati ai loro assets e passività in un intervallo di tempo stabilito: essi non scambiano cioè quegli assets e quelle passività. Date queste caratteristiche è del tutto fuorviante affermare, come fanno Bryan e Rafferty¹¹, che i derivati sono “beni che assumono molteplici funzioni monetarie” e che la loro “equiparazione ad una merce è ciò che rende i derivati sostanzialmente diversi dagli altri titoli cartacei, come la moneta a corso forzoso”. Questa “equiparazione” consiste nel calcolo del valore monetario dei derivati, che di solito è espresso esclusivamente in termini di moneta forte, nella maggior parte dei casi in dollari statunitensi.

Non vi è nessuna unità di conto della “valuta derivata” misurata nei termini del contratto, o con una denominazione di valore determinata da quanto si discosta dal valore dell'asset sottostante. La equiparazione deriva dal valore monetario dei derivati che Bryan e Rafferty definiscono come derivati che hanno in qualche modo trasceso.

Anche la cosiddetta misurazione attraverso i derivati è particolarmente *instabile* a causa della relazione estremamente complessa tra il valore del derivato e il prezzo dell'assicurazione a cui si riferisce. Nel caso di una obbligazione o di azioni ordinarie, il prezzo della assicurazione sottostante è già il valore capitalizzato dei ricavi futuri preventivati – ciò che Marx definiva “capitale fittizio”. Qui «la moneta, o valore del capitale, rappresenta l'assoluta mancanza di capitale, come nel caso del debito di uno stato, oppure viene definita indipendentemente dal valore del capitale reale [nel caso di azioni per esempio] che esso rappresenta»¹². Un *derivato* su un capitale fittizio, tipo le obbligazioni o i futures su azioni ordinarie o opzioni, ha un valore che è calcolato in altro e diverso modo, anche avulso dal capitale o dalle merci su cui in definitiva si basa.

Prendiamo l'esempio di una call-option¹³, anche se argomenti simili sono validi per tutti i derivati. Il valore di una call-option per comprare una merce o un'azione a un certo prezzo futuro potrà variare da zero a un numero positivo illimitato di dollari. Un'altra call-option con la *stessa* data di scadenza e lo *stesso* prezzo base per la *stessa* azione potrebbe contenere una condizione “barriera”. La condizione potrebbe essere che la seconda call-option è valida solo se il

11. Bryan e Rafferty 2006°, p. 90.

12. Vedi Marx 1974b, p. 468. Questo capitolo contiene i commenti più utili espressi da Marx sul capitale fittizio, e la differenza tra il concetto di capitale fittizio, capitale reale e merce. [*Il Capitale* III Libro Capitolo XXV° “Credito e Capitale Fittizio” Editori Riuniti Roma 1974 pag. 473.

13. Il compratore di una call-option paga il prezzo dell'opzione al venditore che, in cambio, gli concede la facoltà di comprare o meno un determinato valore al prezzo prestabilito (Strike Price) entro il termine dell'opzione stessa. Il venditore della call-option incassa il prezzo dell'opzione dal compratore e, in cambio, ha l'obbligo di vendere, entro il termine di scadenza dell'opzione un determinato valore al prezzo prestabilito (Strike Price) salvo rinuncia da parte del compratore dell'opzione (NdT).

prezzo dell'azione *scende* a un certo livello per un periodo di due settimane (una barriera di knock-in). Sono entrambi derivati sulla stessa azione, ma il valore di ciascun derivato sarà calcolato in modo molto diverso¹⁴. Questo mette in discussione la validità di entrambe le misurazioni e l'affermazione che i derivati sono una forma di moneta. Inoltre, siccome un derivato non corrisponde al titolo sottostante, esso è valido in un periodo di tempo limitato. Non è buono se il prezzo del titolo sottostante è solo il prezzo base o il prezzo prestabilito alla scadenza e il dieci per cento in più il giorno dopo. Il derivato scadrebbe senza valore perché si è sbagliata la scommessa di un giorno. Queste dei derivati sono specificità talmente forti da poterli fare considerare come una "ben distinta moneta globale"¹⁵ o una "peculiare moneta capitalista"¹⁶. Tale opinione trascura alcuni ruoli chiave del denaro: i derivati danno una "misura del valore" completamente incerta così come una "riserva di valore" molto insoddisfacente¹⁷. Vorremmo essere d'accordo con Bryan e Rafferty sul fatto che i derivati sono una "espressione necessaria del

capitalismo"¹⁸, in ogni caso la loro opinione sembra essere stata influenzata più dallo smisurato volume e dalla diversificazione del mercato dei derivati e dalla loro crescita esplosiva negli ultimi decenni che da un'indagine su cosa ha determinato questi sviluppi.

Avendo scritto prima che scoppiasse la crisi, gli autori considerano il rischio che una crisi finanziaria possa avere "un impatto immediatamente pervasivo" a causa della diffusione dei derivati a livello globale. Inoltre arrivano anche a sostenere che il sistema finanziario globale è «regolato, nel senso di poter essere mantenuto ordinato [*sic*], da processi e convenzioni nei quali i derivati hanno un ruolo centrale»¹⁹.

Implicitamente essi tengono conto del ruolo che i derivati assumono nel favorire lo stimolo all'accumulazione di capitale, ma ignorano i problemi relativi all'accumulazione ed alla caduta del profitto e come questi fattori spieghino il contesto che ha favorito la crescita dei derivati nella prima fase. La mia analisi si differenzia in quanto situa il ruolo dei derivati nel contesto della crisi del capitale²⁰.

14. Per un testo esauriente su options, futures, swaps e gli altri derivati, vedi Hull 2009.

15. Bryan e Rafferty 2006a, p. 93.

16. Bryan e Rafferty 2006a, p. 77.

17. Vedi anche le osservazioni sull'analisi di Bryan e Rafferty da parte di Lapavistas 2006, p. 151, nelle quali afferma che i derivati "non rappresentano beni e non c'è nessuna chiara ragione perché siano moneta.

18. Bryan e Rafferty 2006b, p. 214.

19. Bryan e Rafferty 2006b, pp. 2008-9. Il loro libro è un'utile rassegna di molti aspetti relativi ai derivati e di alcune affermazioni attinenti alla loro storia. Essi sottolineano anche l'opinione corretta che gli swaps sui tassi di interesse sulle esposizioni valutarie incrociate, per esempio, possono essere usati per ridurre i costi di finanziamento netti per le controparti all'accordo, piuttosto che essere usati come una "assicurazione". Comunque, sbagliando nel collocare i derivati nel contesto dell'accumulazione del capitale e la crisi, presentano un'idea erronea sul ruolo che i derivati giocano nel sistema.

20. MacNally 2009 fornisce una buona analisi sulla crescita dei derivati nel contesto della crisi del capitale. Il mio articolo esamina più in profondità il ruolo dei derivati nella crisi e analizza i fenomeni più recenti.

3. I RISCHI DEL MERCATO E LA NECESSITÀ DI UN'ASSICURAZIONE SUL PREZZO

L'origine dei derivati emerge perchè la circolazione delle merci viene considerata nella forma più semplice. La vendita di una merce contro denaro e l'acquisto con esso di un'altra merce (M-C-M) comporta un certo numero di rischi. Se il produttore della prima merce non la può vendere, essa rimane bloccata con un valore d'uso che non ha valore di scambio. Se non può venderla in seguito può realizzare meno contanti di quanto si aspettasse. Con quel contante può non essere in grado di comprare un'altra merce, sia perché il suo prezzo è troppo alto, sia perché non c'è niente sul mercato a nessun prezzo, ma può decidere di trattenere il contante e non acquistare, e così facendo deludere le aspettative di un altro venditore²¹. Per ogni impresa capitalistica ci sono due evidenti possibilità di rischio. In primo luogo che la domanda di una certa merce possa cadere o che l'offerta di una determinata merce si esaurisca; in secondo luogo che il prezzo realizzato dal venditore di una merce è "troppo basso" o che il prezzo richiesto dal venditore di un'altra merce a lui necessaria è "troppo alto". Le imprese tentano di coprire il primo fattore

di rischio con varie forme di contratti di fornitura per consegnare i prodotti necessari ad un'altra impresa. Ma noi prendiamo in esame la *seconda* possibilità di rischio, focalizzando l'attenzione sui livelli dei prezzi. Se i prezzi pagati per comprare o vendere merci sono tali che un'impresa non può realizzare profitto non c'è nessun motivo di produrle, per cui il mercato capitalistico crea così una domanda per qualche forma di assicurazione sui prezzi per coprirsi da perdite impreviste. Oltre ai prezzi delle merci ci sono chiaramente altre possibilità di rischio commerciale che le imprese prendono in considerazione nei loro affari. I più importanti sono il livello dei tassi di interesse e del tasso di cambio: più sono volatili più possono danneggiare la profittabilità. Questa è la situazione in cui entrano in gioco i derivati.

La gamma e l'ambito del mercato dei derivati sono esplosi negli ultimi decenni, ma ci sono esempi storici di commercio in derivati risalenti a prima della metà del diciannovesimo secolo, ed anche prima della nascita del capitalismo²². I derivati inizialmente si svilupparono per merci importanti nel settore agricolo e in quello industriale caratterizzate da prezzi volatili, mentre i derivati *finanziari* sono cresciuti molto tempo dopo, principalmente nei primi anni '70, con la rottura del

21. Vedi Marx 1974a, p. 115: «Nessuno può vendere senza che qualcun altro acquisti. Ma nessuno è immediatamente costretto ad acquistare, perché ha appena venduto...». Queste modalità [di movimento nella fase di metamorfosi di una merce] implicano perciò la possibilità, e niente più che la possibilità, di una crisi. La realizzazione di queste mere possibilità in situazioni reali è il risultato di una lunga serie di relazioni, che, dal punto di vista della circolazione semplice, non sono ancora presenti.

22. Il Dojima Rice Exchange di Osaka, in Giappone, che è considerato il primo mercato ufficiale di scambio di Futures, ha iniziato a commerciarli nel 1730. Il Chicago Board of Trade negoziò il primo contratto standardizzato di Futures nel 1877. Come ulteriore segnale del fatto che l'economia reale sia alla base del commercio dei Futures, gli scambi di metalli stabiliscono un limite differito di tre mesi per il commercio di Futures, limite originato dalla durata impiegata da una nave a vapore per trasportare rame dal Cile a Londra. Vedi London Metal Exchange 2011.

sistema finanziario di Bretton Wood. Gli scambi di futures a Chicago presero il via con il commercio di valuta nel 1972 ed i Buoni del Tesoro nel 1975. In Europa (Gran Bretagna, Germania, Francia) negli anni '70 vennero istituiti numerosi e importanti futures e derivati sui cambi dopo i drammatici movimenti delle valute, dei saggi di interesse, del prezzo del petrolio, delle merci, etc. Questo rafforza il nostro punto di vista secondo cui i derivati sono stati generati dall'instabilità sul mercato dei cambi. Nella sezione 6 illustriamo come l'instabilità del mercato cresce con la crisi della profittabilità.

4. IL CUORE DELLA DOMANDA DI DERIVATI

Spesso i derivati vengono considerati come uno strumento usato dagli speculatori per fare scommesse sui prezzi. Questo punto di vista sembrerebbe supportato dal fatto che la maggior parte del commercio in derivati è fatto dalle società finanziarie piuttosto che da quelle non finanziarie che possono aver bisogno di mettersi al riparo dai rischi sui prezzi. Per esempio, i dati forniti dalla Bank for International Settlement

mostrano che dal quattro al venti per cento dei diversi tipi di contratti derivati sono praticati da società non finanziarie²³. Comunque il fatto che le società finanziarie trattino la maggior parte del commercio in derivati non implica che questi esistano solo per soddisfare la domanda degli speculatori.

Le stesse società finanziarie possono usare i derivati per proteggere i loro rischi, piuttosto che fare semplicemente una scommessa sull'andamento dei prezzi. Le banche e le altre società finanziarie – non solo quelle industriali – sono esposte alle variazioni dei tassi di interesse e dei tassi di cambio che avranno un impatto sul costo dei loro finanziamenti o sul valore dei loro ricavi futuri, per cui è un errore identificare tutti gli scambi finanziari con la speculazione²⁴. Così, anche se gli speculatori “puri” sono gli attori nella maggior parte del mercato dei derivati, questo non significa che la sottostante domanda di derivati abbia origine da tali speculatori. Questo aspetto può essere illustrato dalle osservazioni che seguono. In primo luogo non c'è alcun mercato significativo di derivati laddove vi è un'assenza totale di copertura dei rischi commerciali e ciò suggerisce che contratti di copertura

23. L'autore deriva questi calcoli dai dati forniti dalla BIS (vedi l'allegato statistico del BIS 2010a) sui derivati over-the-counter (OTC). Per i derivati exchange-traded (ETD), la distinzione usata negli scambi effettuati negli Stati Uniti è normalmente tra transazione “non-commerciale” e “commerciale”. Gli accordi fatti da società con un'esposizione da proteggere sono considerati commerciali. Accordi non commerciali tendono semplicemente ad assumere una posizione di dominio nel mercato degli ETD. Si pensa comunemente, anche senza sufficienti giustificazioni, che gli accordi “commerciali” siano in relazione a esigenze di protezione, mentre quelli “non commerciali” siano in maggior misura, o del tutto, di natura speculativa.

24. Il BIS fa una distinzione tra le società finanziarie separandole in “reporting dealers” (operatori di mercato professionisti), e le “altre istituzioni finanziarie”. Tutti gli scambi sono effettuati con “reporting dealers”, ma anche con ogni categoria che commercia in derivati (eccetto i CDS), le “altre categorie hanno un volume di derivati in sofferenza più grande di quello che gli operatori professionisti hanno tra di loro. Vedi BIS 2010c.

commerciale evidenzino un fattore di crisi in tali mercati. In secondo luogo la storia degli scambi di derivati mostra che essi non si sviluppano se il contratto stabilito non riesce a riflettere il rischio sul prezzo che un'ampia gamma di società commerciali deve affrontare. Il fatto che i contratti di derivati non riescono a fare questo implica il loro fallimento perché le società non possono usarli per coprire il loro rischio ed è quello che accade, anche se il contratto è "facile da stipulare" e quindi appetibile per gli speculatori. Di conseguenza questa incarnazione del valore di scambio, il derivato, deve avere un valore d'uso commerciale²⁵. L'origine della domanda di derivati proviene da soggetti economici che vogliono proteggersi da un rischio commerciale. Non ha origine dagli speculatori.

5. SPECULAZIONE E OPERAZIONI DI COPERTURA

Se per sostenere il mercato dei derivati è necessaria una domanda "non speculativa", perché il volume degli affari sembra essere dominato dagli "speculatori"? La risposta è chiara se si prendono in considerazione le decisioni sulla gestione del rischio da parte di coloro che agiscono sul mercato. Nel caso di una società *che protegge* il rischio sui prezzi con derivati, la posizione assunta compenserà il rischio di un cambiamento del prezzo dell'asset o delle passività sottostanti. Assumendo che il contratto sia una protezione completa – in altre parole la maturazione e il

pagamento relativamente al contratto di derivati pareggi esattamente il rischio sul prezzo – non vi è alcuna necessità per la società assicurata di continuare ad operare sul mercato. Essa detiene il contratto derivato fino alla scadenza e in occasione di questa la società avrà un guadagno (o una perdita in valore) dal derivato che pareggerà la perdita (o il guadagno in valore) sull'asset o sulle passività sottostanti. In questo caso un operatore non dovrebbe fare scambi frequenti, o anche più d'uno. Ulteriori scambi da parte della società operante sono resi necessari solo laddove occorre cambiare il contratto perché il valore degli asset e delle passività che sono state assicurate è cambiato (per esempio, quando il volume di un ordinativo deve essere rivisto). Il volume degli scambi da parte degli operatori è limitato dall'obiettivo delle loro operazioni relative ad affari regolari. Il caso di un operatore in derivati che sia *speculatore* è piuttosto diverso. Se uno speculatore compra o vende un contratto di derivati, non vi è nessuna "posizione sottostante" di asset o passività, di cui è in possesso, da assicurare. La variazione del prezzo del derivato rappresenta un cambiamento del profitto o della perdita dello speculatore e non vi è nessuna compensazione in perdita/guadagno da un asset separato. Lo speculatore amministra una contabilità degli scambi, e perciò potrà cambiare la sua posizione nello scambio di derivati per adattarla al profilo di rischio che vuole realizzare per cui se la sua posizione perde valore, potrebbe voler scommettere nella direzione opposta per

25. Vedi Pennings e Meulenbergh 1999 per i dettagli sui contratti falliti per derivati su merci e futures e una discussione più completa di un contratto sui derivati. Per definizione i contratti di vendita fuori borsa (OTC) tra banche e i loro clienti sono anche altamente attendibili per essere determinanti in accordo con la domanda dei clienti della banca. Questo non per negare che le banche vogliano vender prodotti che sono remunerativi per se stesse e possano essere cattive per i loro clienti, ma che ci deve essere una domanda di tali prodotti proveniente dai clienti della banca.

pareggiare la sua esposizione. Egli può anche semplicemente cambiare opinione sull'andamento dei prezzi e diventare "rialzista" in un mercato che aveva precedentemente giudicato fosse al ribasso, oppure potrebbe volere trarre profitto riacquistando i contratti che aveva venduto. La differenza dei prezzi alla quale un operatore professionista decide di comprare e vendere ha un ruolo fondamentale per realizzare un profitto dallo scambio, a prescindere dallo scommettere correttamente sull'andamento dei prezzi dei derivati; ed è per questa ragione che egli deve avere una esposizione netta piuttosto piccola rispetto all'andamento del prezzo per poter realizzare ancora profitti significativi. Per questa ragione la scala degli scambi assunta dagli speculatori non è in stretta relazione con l'ammontare dell'esposizione di rischio. Dieci scommesse sul fatto che i prezzi crescano è più rischiosa di 50 che esso salga compensate da 50 scommesse che scenda, anche se il volume della seconda operazione è dieci volte più grande²⁶. L'esposizione complessiva nella gestione del rischio fa sì che la parte speculatrice del mercato (o l'operatore "non commerciale") sarà impegnata per un volume di scambi maggiore rispetto alla parte del mercato rappresenta-

ta dalle società di assicurazione. Questa è una caratteristica inevitabile e pervasiva dei mercati di derivati ed è anche importante per gli speculatori essere presenti sul mercato quando tali operazioni di copertura prendono piede, infatti la storia del mercato dei derivati indica che gli speculatori sono indispensabili per la loro (dei derivati) effettiva operatività e ciò dipende dalla difficoltà che si trova di fronte una particolare società quando ha bisogno di trovare altri assicuratori con rischi esattamente bilanciati. È in questo caso che l'attività degli "operatori indipendenti" o operatori speculativi diventa critica. Negli scambi di derivati gli operatori si impegnano a procurare prezzi determinati poichè entrano a far parte della dirigenza come soci se sono stati designati come operatori indipendenti. Nei mercati ristretti (OTC), cioè fuori dai mercati ufficiali, le banche agiscono di solito come operatori indipendenti per i loro clienti. Questo tipo di mercato che vede protagonisti gli operatori indipendenti è speculativo, ma senza di esso il mercato sarebbe privo di liquidità e non funzionerebbe²⁷, è quindi sbagliato identificare *tutti* gli scambi delle società finanziarie come scambi di "speculatori", finchè questi includeranno anche operazioni

26. I dati utilizzati comunemente dal BIS per calcolare il volume degli scambi dei derivati indicano numeri enormi, dell'ordine di molti trilioni di dollari. La BIS stessa, comunque, osserva che la scala del mercato degli scambi non è un buon indicatore del livello di rischio del mercato. Vedi BIS 2010, p. 9. A giugno del 2010 l'ammontare totale teorico dei derivati in circolazione sul mercato OTC era di 582.655 miliardi di dollari. Ma questa quantità era circa 24 volte quella stimata (24.673 miliardi di dollari) come "valore lordo di mercato" che è una stima più precisa del rischio del mercato. Per esempio un'opzione per comprare 1 milione di dollari di circolante potrebbe avere un valore di mercato di soli 5.000 dollari alla scadenza e al prezzo base dell'opzione. I 5.000 dollari rappresentano il valore lordo di mercato, ma il milione di dollari è il valore teorico dell'opzione.

27. La liquidità di un mercato si manifesta in quanto un prezzo deve muoversi per arrivare a un accordo per la transazione. È anche vero che le banche vendono ai loro clienti l'idea dei derivati antepoendo i loro onorari, e che l'operazione possa non fare l'interesse del cliente. Esempi di questo tipo sono stati diffusi in numerosi articoli; per esempio, Das 2006.

fatte per assicurare i rischi di impresa. Analogamente le società cosiddette “commerciali” o “non – finanziarie” realizzeranno operazioni speculative oltre che semplici assicurazioni. Regole contabili potrebbero permettere di determinare se l’operazione commerciale di una società rientra nella sua “gestione complessiva del rischio” o se può essere classificata come una “assicurazione”. Anche sotto questo aspetto emergono molte ambiguità.

In primo luogo si noti che una società *senza* alcuna assicurazione per l’esposizione dei suoi prezzi di mercato sta, nei fatti, azzardando (“speculando”) sul fatto che la variazione dei prezzi non danneggerà i suoi affari, per questo le società tendono ad assicurare i loro rischi. Per le maggiori società, anche un accesso più semplice ad una assicurazione più a buon mercato costituisce un elemento nel processo di monopolizzazione del business²⁸, ma in ogni caso una società che abbia assicurato il suo rischio di impresa può decidere di disdire l’assicurazione. Per esempio essa può avere ipotizzato il rischio del crollo di una valuta che potrebbe danneggiare le sue entrate ma se avvenisse tale crollo, l’assicurazione potrebbe tornare ad essere conveniente (bilanciando la perdita implicita sul suo business commerciale). Ma la società può in seguito trasformare l’assicurazione in un profitto, non rinnovandola poi-

chè ritiene improbabile un altro crollo. Anche se una società pianifica una assicurazione totale, essa avrà dei margini di sicurezza temporali (arco di un giorno, di una settimana o sul periodo fino alla fine del mese, etc.) per sfruttare i livelli migliori raggiunti dai prezzi di mercato in modo da vendere e comprare a seconda della scadenza dell’assicurazione. Questo tipo di speculazione di piccola scala, quando opera coi derivati, è molto comune nelle società del Dipartimento del Tesoro. Anche le maggiori corporation sono molto attive sui derivati, in competizione con le banche e altri speculatori, e di solito nelle loro negoziazioni devono raggiungere gli obbiettivi di profitto²⁹. Le società possono anche assumere la decisione politica di tenere duro per assicurarsi a prezzi più convenienti; per poi farlo massicciamente quando i prezzi raggiungono i livelli desiderati. Se questa scommessa non funziona esse potrebbero cambiare parere e diffondere il panico presso coloro che intendono assicurarsi se i prezzi continuano ad andare nella direzione “sbagliata”. Il movimento drammatico dei prezzi di mercato può essere provocato sia dalle assicurazioni sia dalla speculazione³⁰. Osservando i dati relativi al mercato dei derivati forniti dal BIS o agli scambi di singole merci non si può distinguere tra “speculazione” ed “assicurazione”, la

28. Le banche offriranno prodotti di assicurazione a tutte le società, ma i margini richiesti alla società più grande sarà più basso e gli alti termini offerti saranno meno onerosi. La società più grande tenderà ad avere condizioni di credito migliori e diventerà per le banche di affari più importante di quelle più piccole.

29. Queste note si basano sulle mie osservazioni, quando lavoravo in banca, relative al comportamento di una società.

30. Per esperienza dell’autore le compagnie giapponesi di assicurazione sulla vita, proprietarie di una massa enorme di titoli americani, hanno anche causato brusche variazioni sul tasso di cambio Dollaro – Yen come effetto delle variazioni delle loro “quote di copertura” per i titoli di stato americani.

distinzione tra operatori “finanziari” e “non finanziari”, o “commerciali” da “non commerciali”, non permette di cogliere la ragione delle transazioni³¹. Ma il problema va oltre la definizione o la misura della speculazione. Il motivo reale è l'incertezza dei prezzi e il rischio di fronte al quale si trovano tutti i soggetti che operano nel mercato capitalistico. Ciascuno deve agire in modo da proteggere ed espandere la sua società. Tutti gli speculatori sono assicuratori e in qualche misura tutti gli assicuratori sono speculatori³².

6. PROFITABILITÀ DEL CAPITALE E FORMA FINANZIARIA DELLA CRISI

Ci siamo concentrati sulla speculazione e sui derivati poichè l'ultima crisi ha assunto una forma finanziaria decisamente drammatica. Le maggiori banche e le diverse istituzioni sono divenute insolventi, i mercati monetari si sono ingolfati ed i governi hanno abbandonato la loro retorica sul libero mercato per risolvere i problemi e soccorrere il sistema finanziario. La storia del capitalismo è stata caratterizzata da bolle speculative, crisi bancarie e crolli, ma uno studio storico recente ha dimostrato che l'incidenza delle crisi bancarie è aumentata a partire dagli anni '70 quando gli Stati Uniti ed il Regno Unito hanno iniziato a ridurre i controlli sul mercato finanziario ed hanno fatto pressioni perché tutti gli altri paesi facessero lo stesso. Gli autori di questo studio

sottolineano che: “i contraccolpi della crisi sono particolarmente pesanti per i centri finanziari mondiali, quali il Regno Unito, gli Stati Uniti e la Francia”³³, e questo ci porterebbe alla conclusione che si stia verificando qualcosa di *sistemico* e non un particolare incidente tra tanti.

L'economista politico e filosofo John Stuart Mill nel lontano 1848 fece una osservazione che è ancora valida oggi: “Tali sciagure, avviate da una speculazione irrazionale che porta a crisi commerciali, non sono finora divenute meno frequenti o meno violente con la crescita del capitale e l'espansione dell'industria. Piuttosto si dovrebbe affermare che lo sono divenute sempre più, come viene dichiarato spesso, per l'aumento della concorrenza; ma, come preferisco affermare, per una legge del tasso del profitto e di interesse, che rende i capitalisti insoddisfatti dell'andamento quotidiano dei guadagni attraverso affari sicuri”³⁴.

Le prime asserzioni relative alla causa che sta dietro alla speculazione nell'economia capitalista – saggi del profitto bassi – vennero sviluppate nelle analisi del capitalismo di Marx. Coloro che separano la crisi finanziaria da un declino del “saggio del profitto e di interesse” fanno un passo indietro rispetto all'acume di John Stuart Mill e sono ancora più arretrati rispetto alle analisi di Marx su un aspetto fondamentale che considera l'andamento degli investimenti di capitale condizionato dalla tendenza di lungo periodo al declino del saggio del profitto

31. Esistono definizioni standard per differenti classi di operatori che vengono usate comunemente come delega per distinguere gli speculatori dagli altri.

32. Un recente rapporto del senato degli Stati Uniti sulla speculazione ha, tra l'altro, sottolineato il fatto che la linea di demarcazione tra speculazione e assicurazione è “estremamente difficile da individuare”. Senato degli Stati Uniti 2009, p. 54.

33. Vedi Rogoff e Reinhart 2008.

34. Citato in Kindleberger 2000 pag. 34.

sugli investimenti³⁵. La tendenza spinge i capitali a ricercare altri mezzi per ottenere delle entrate ulteriori, a dipendere sempre più dal credito e a spostarsi verso attività speculative.

Ciò che sembra apparire come una crisi puramente *finanziaria* è in realtà il risultato finale di uno sviluppo che scaturisce dai problemi che ha il capitalismo nel conseguire un profitto soddisfacente.

Possiamo osservare attualmente che l'origine della *forma* finanziaria della crisi sia legata all'espansione della finanza, in particolare ad opera dell'imperialismo americano ed inglese specie a partire dalla fine degli anni '70³⁶. Le scelte politiche del governo americano e britannico di liberalizzare il mercato finanziario erano basate sulla convinzione che la finanza fosse un settore chiave dell'economia mondiale nel quale questi paesi vedevano vantaggi competitivi per le loro economie. Tali vantaggi si basavano sul ruolo imperialistico della Gran Bretagna e degli Stati Uniti nell'economia mondiale e costituiva per essi una opzione importante specie di fronte alle difficoltà che incontravano nel

cercare di riguadagnare competitività a livello industriale³⁷. Il fatto che tali politiche persistevano con l'alternarsi delle amministrazioni – Repubblicana o democratica (per gli USA) Conservatrice o Laburista (per il Regno Unito) e con versioni simili in altri paesi – mostra la capacità raggiunta dalle politiche finanziarie di *incidere sul cuore del sistema*. Secondo noi l'origine di tali politiche di sistema possono essere spiegate più propriamente dalla crisi di profittabilità del capitalismo.

Per illustrare questo punto il modo migliore è quello di esaminare i dati per gli Stati Uniti³⁸. I calcoli relativi al saggio del profitto delle corporation americane mostrano che vi è stato un trend discendente dal 1945 fino agli anni '70, il decennio in cui emerse una delle crisi economiche più gravi del dopoguerra. Nel decennio successivo si verificò una certa ripresa della profittabilità, verso la metà degli anni '80, dopo i bassi livelli registrati negli anni precedenti; tuttavia il saggio del profitto si manteneva ancora al di sotto del livello registrato nel periodo di crisi degli anni '70 (vedi grafico 1)³⁹.

35. Il riferimento più sistematico alla teoria di Marx sulla caduta del saggio del profitto, le controtendenze ed i rapporti con la speculazione e le crisi si trova in Grossmann 1992. Il libro venne pubblicato per la prima volta a Lipsia nel 1929 ma questa è una edizione ridotta, tradotta in inglese da Jairus Banaji. L'edizione tedesca, più corposa include un capitolo finale che rende la pariglia ad ogni accusa di meccanicismo alla analisi di Grossmann o che egli si aspettasse un crollo automatico del sistema capitalistico.

36. Il rigetto delle cosiddette politiche keynesiane del passato e la spinta verso la finanza sono iniziati prima del periodo reaganiano – tatcheriano, benché siano state accelerate dopo il 1979. Alcuni esempi riguardanti il Regno Unito sono stati forniti da Norfield 2010.

37. Per una analisi utile su questo argomento vedi Helleiner 1994.

38. Rispetto agli altri paesi, gli Stati Uniti mettono a disposizione dati statistici molto più comprensivi sui profitti e gli asset fissi e per periodi di tempo lunghissimi.

39. Nell'uso delle statistiche sulla profittabilità degli Stati Uniti sono stato indirizzato dal lavoro di Andrew Kliman che ha analizzato in dettaglio il declino di lungo periodo del saggio del profitto negli USA: vedi, ad esempio, Kliman 2009. Tuttavia i calcoli e l'interpretazione dei dati in questo caso sono miei. Il profitto interno degli Stati Uniti ha subito una certa spinta nei primi anni '80 grazie all'incremento del commercio con la Cina e con altri paesi e da un attacco alle condizioni di vita della classe operaia, ma tale impatto è difficile da stimare.

Grafico 1

Saggio del profitto lordo e netto dalle tasse delle Corporation USA (1945-2009)



Fonte: Calcoli dell'Autore dai dati del US Bureau of Economic Affair. NIPA tavola 6.17, linea 1 e 6.19 linea 1 per i profitti e per gli asset fissi (Fixed Asset) tavola 6.3 linea 2.

Nota: I profitti delle Corporate dell'anno corrente sono stati divisi per la media degli stock di asset fissi dell'anno precedente e dell'anno corrente. Gli asset fissi vengono misurati a costo storico. I profitti riguardano sia le corporation non finanziarie sia finanziarie degli Stati Uniti.

Dopo essere nuovamente caduto alla fine degli anni '90, il saggio del profitto è aumentato ancora una volta dal 2001 al 2006 e in questo caso vi è stata una brusca impennata che lo ha riportato a valori più elevati di quelli degli anni '70; ma questa ripresa dei profitti era dovuta alla più grande bolla speculativa della storia americana. Molta parte degli extraprofiti registrati pro-

veniva da una spesa che in quel periodo era alimentata dal credito, ma era anche il riflesso dei guadagni effimeri in termini di valore sui mercati finanziari che le società contabilizzavano come se fossero entrate. Non deve quindi sorprenderci che il saggio del profitto improvvisamente sia caduto di nuovo dopo il 2006 in seguito alla scoppio della bolla⁴⁰.

40. Vi erano anche ulteriori profitti sulle rilevazioni, risultanti dopo il pagamento delle tasse grazie alle riduzioni applicate alle corporate. La misura del saggio del profitto in questo caso si ottiene dal rapporto tra profitti delle corporate ed asset di capitale fisso. Più precisamente al denominatore dovrebbero essere inclusi sia gli aumenti salariali sia quelli relativi alle materie prime, ma è impossibile misurare queste grandezze. Si dovrebbero fare ulteriori aggiustamenti ai dati per potersi meglio avvicinare al saggio del profitto di Marx, ma questi implicano via via delle assunzioni più discutibili. Io non affermo che una caduta del saggio del profitto in un anno comporti una crisi nel successivo. Il punto è che una serie di trend declinanti creano le condizioni che aprono la strada alle attività speculative fin quando non diventano forme più produttive di investimento del capitale.

I dati per calcolare il saggio del profitto relativi al 2010 non sono al momento disponibili ma potrebbero mostrare un tasso più elevato rispetto al 2009; tale ripresa (se dovesse essere confermata dai dati) dovrebbe essere considerata nel contesto di un enorme indebitamento dello stato, in quanto quest'ultimo si è assunto i debiti del settore privato, e di un rimbalzo dei prezzi delle azioni determinato da scelte politiche successive che hanno portato ad un tasso di interesse praticamente vicino allo zero.

Questo non è proprio un segnale di prosperità per il capitalismo. Si può trarre la conclusione che l'ultima bolla finanziaria-speculativa è iniziata in risposta alle cadute della profittabilità verificatesi in precedenza e nel 2001 ha determinato una ripresa della redditività, una diminuzione del tasso di interesse nei paesi più sviluppati in modo che le banche centrali potessero favorire l'espansione del credito in presenza di una crescita e investimenti troppo deboli⁴¹. La diminuzione della crescita e

della profittabilità spinse le banche e le altre corporation a ricercare altre fonti di profitto con il risultato di far lievitare la speculazione⁴². Questa è stata l'epoca della "innovazione finanziaria" e della diffusione di tutta una serie di acronimi come ABS, CDO, CDO al quadrato, CDS, CPDO, che costituiscono solo esempi di quelli che iniziano con la lettera C⁴³.

A fianco dell'innovazione, e di stimolo a questa, vi fu un impegno piuttosto sostenuto nel ricercare delle lacune nella legislazione dei vari paesi, in quella fiscale e nella regolazione, che potessero essere sfruttate per aumentare i profitti. Le corporation non investivano in attività produttive dato che offrivano una bassa redditività e non volevano mettere in agitazione gli azionisti; così si rivolsero all' "ingegneria" finanziaria e "produssero" di conseguenza sempre più denaro. Tutto andava bene e, per un certo periodo molto bene, ma dopo il 2006 la corda tesa dell'espansione del credito e della finanza si spezzò⁴⁴.

41. La crescita economica del 2001-2003 nell'intera area OCSE era inferiore al 2% rispetto alla media del 3% dei 15 anni precedenti. La crescita degli Stati Uniti era bloccata a questi tassi, mentre in Germania ed in Giappone la crescita è diminuita più bruscamente raggiungendo livelli ancora più bassi. Vedi OCDE 2010. Annex Table 1. Il declino della crescita era in atto prima degli attacchi agli Stati Uniti del 2001 (l'autore si riferisce all'attacco delle Torri gemelle a New York. NdT).

42. Secondo il mio punto di vista il saggio del profitto complessivo sugli investimenti tende a cadere nel tempo ed avrà un andamento ciclico a seconda di tutta una serie di fattori, ma continuerà a permanere la tendenza al declino di lungo periodo nonostante vi sia stata una frenata grazie alla distruzione di capitale durante la guerra ed una rivalutazione degli investimenti che ha fatto innalzare il saggio del profitto. Il grafico non contiene i dati precedenti al 1943, ma agli inizi degli anni '30, prima della II Guerra Mondiale, il saggio del profitto degli Stati Uniti secondo queste misurazioni ha oscillato tra il -2% ed il +5%.

43. Crotty 2007 ha prodotto una analisi interessante di come l' "innovazione" sia stata un fattore di profittabilità per le banche ma è andata così male negli ultimi stadi del boom che un analista della City ha sferrato un colpo ad un'altra tendenza che intendeva creare "found of founds" degli investitori (probabilmente per spalmare i rischi, ma in realtà per guadagnare sui compensi) e poi "found of founds of founds" che, come disse, sarebbero andati a finire in "F-all". [Il "found of founds" consiste nella strategia di possedere un portfolio costituito da altri fondi di investimento piuttosto che investire direttamente in azioni, titoli o altri asset finanziari. NdT]

44. Ciò è mostrato molto chiaramente nell'aumento e la caduta della quota del debito specialmente nelle società finanziarie.

Nella crisi più recente, i derivati hanno contribuito ad estendere il boom speculativo e in tal senso hanno reso la crisi peggiore di quanto potesse essere specialmente dopo che si è diffusa al di fuori degli Stati Uniti, superando ogni tipo di barriera. Tuttavia i derivati non hanno causato la crisi, hanno semplicemente contribuito a renderla particolarmente intensa e a farle assumere una forma finanziaria. Le ragioni del boom del mercato dei derivati e della “innovazione” finanziaria sono state determinate da una crescita bassa e da una bassa profittabilità. Parallelamente ad altri aspetti relativi al sistema del credito, i derivati possono aiutare a promuovere l’accumulazione di capitale facendo risparmiare alle società i costi delle operazioni, dando l’impressione che i rischi siano minori di quello che sono in realtà, apparendo come una ricchezza che può essere così utilizzata come collaterale per un prestito e permettendo la contabilizzazione di profitti basati su prezzi condizionati dalla speculazione⁴⁵. In un punto qualsiasi del sistema, un prestito che non viene ripagato come ci si aspettava può quindi innescare un crollo finanziario allorché mette in discussione le condizioni che riguardano una miriade di altri prestiti collegati e questo è il vero significato della “mancanza di fiducia” sui

mercati finanziari: il timore che i valori attesi siano *illusori*. Il crollo finanziario ha un impatto sull’economia “reale”, allorché il credito viene bloccato e vengono prosciugati i fondi bancari destinati al prestito, anche a società che in precedenza erano vitali. Il risultato finale è un peggioramento della crisi una volta che questa si verifichi.

7. ESEMPI DI SPECULAZIONE, DERIVATI E CRISI

In questa sezione esaminiamo tre aspetti, con degli esempi più concreti sul ruolo dei derivati; aspetti che ci mostreranno come tale ruolo sia stato determinato dalla carenza di profittabilità e di problemi relativi alla accumulazione di capitale.

7.1 *Speculatori istituzionali sul mercato delle materie prime.*

Nell’ultimo decennio le indagini del governo americano hanno rilevato molti casi di turbolenze sul mercato dei futures⁴⁶. Quando il prezzo del petrolio nella prima metà del 2008 è balzato da 90 \$ a 150\$ per poi cadere a 40\$ alla fine dell’anno, anche i maggiori legislatori contrari alla regolazione si preoccuparono per la stabilità dei mercati ed il danno che la speculazione avrebbe potuto arrecare all’economia. Ciò che è balzato all’at-

45. In tal senso i derivati e gli scambi del sistema finanziario non sono una “partita zero a zero” per l’accumulazione di capitale, nonostante si operi nella sfera della circolazione. Considerando un semplice esempio che non implichi derivati, se una società emette delle azioni il cui prezzo tende ad aumentare, i compratori hanno realizzato una plusvalenza, ma le “perdite” della società (che ha potuto vendere ad un prezzo più alto) sono esse stesse degli “utili”. La sua capitalizzazione di mercato è maggiore e costituisce un collaterale per ottenere dalle banche, o da altri prestatori sul mercato di capitali, prestiti destinati ad investimenti.

46. Tra il 2006 ed il 2009 la commissione del Senato americano ha fatto investigazioni sulla speculazione dei prezzi del petrolio, del gas e del grano. Uno dei primi casi di speculazione è stato il tentativo dei fratelli Hunt di fare incetta sul mercato dell’argento negli anni ’70. La speculazione dei nostri tempi è molto più vasta coinvolgendo una massa enorme di capitale.

tenzione negli ultimi anni è stato l'afflusso sempre più massiccio di capitali sul mercato delle materie prime accompagnato da segnali di volatilità dei prezzi.

Il mercato di derivati sulle materie prime è molto più modesto rispetto a quello dei derivati finanziari ma l'impatto sui prezzi di un miliardo di dollari investiti in derivati sulle materie prime è maggiore rispetto all'impatto che avrebbe sul mercato dei cambi o sui tassi di interesse.

Una testimonianza resa alla Commissione del Senato attesta che negli ultimi anni è emersa una «nuova categoria di soggetti attivi nei futures sul mercato delle materie prime: gli investitori istituzionali»⁴⁷, che includono fondi pensione governativi e di società, dotazioni di università, fondi sovrani ed altri. Ciò è interessante in quanto contrasta con l'immagine che la gente comune ha degli speculatori considerati dei giocatori furiosi che caricano a testa bassa. Tuttavia il testimone definì questi fondi come "speculativi" poiché acquistavano contratti futures sperando in un aumento dei prezzi, piuttosto che usarli come copertura; cosa tecnicamente corretta, ma il fatto che tali fondi siano investitori di lungo termine sulle materie prime non impedisce di considerarli comunemente come speculativi.

Sin dagli inizi del 2000, un numero consistente di fondi pensione di vari paesi ed altri investitori istituzionali hanno acquistato titoli sulle materie prime poiché i rendimenti da investimenti finanziari normali, costituiti da asset fondamentali (azioni, titoli di stato), erano piuttosto miseri. Tra il 2000 ed il 2003 il valore delle azioni sui mercati borsistici più importanti era crollato del 50% e più, ed i rendimenti sui titoli di stato a lungo termine erano caduti a livelli molto al di sotto di quelli tipici degli anni '90 – sicuramente in termini nominali ma anche in termini reali, aggiustati dall'inflazione⁴⁸. Il calo dei titoli a lungo termine fece sì che la distribuzione dei redditi da capitale andasse verso i possessori di titoli di stato esistenti e questo fece sì che nuovi investimenti in titoli di stato fossero sempre meno allettanti. Tutto ciò spinse a prendere in considerazione le materie prime che divennero interessanti come "asset class"⁴⁹ alternativa. La scelta di spostarsi verso le materie prime era una classica strategia del portfolio detenuto dal management che prese in considerazione un nuovo asset con buoni rendimenti potenziali ed il cui prezzo avesse una bassa correlazione con gli assets esistenti. Ciò fece aumentare il profilo di rischio-rendimento del portfolio.

47. Vedi la prova fornita ad un membro della Commissione del Senato in merito alla speculazione sui prezzi delle merci da Michael Masters (Masters 2008), un manager finanziario. Dovrei essere in totale disaccordo con le affermazioni fatte nel suo articolo, ma bisogna ammettere che in esso è corretta la gran mole di dati sul coinvolgimento delle istituzioni sul mercato delle merci e vi sono alcune stime molto utili sulla massa di asset finanziari che riguardano questi mercati che citerò in seguito.

48. Gli indici dei prezzi azionari calcolati per gli USA, Regno Unito e la Germania secondo i dati disponibili dal Dailyfx.com. Per l'andamento del tasso di interesse per i maggiori paesi vedi Homer e Sylla 2005 pag. 668 tavola '90.

49. Una "asset class" è semplicemente un gruppo di titoli che abbiano le stesse caratteristiche, che si comportano allo stesso modo sul mercato e sono soggetti alle stesse leggi e regolamenti.(NdT).

L'obiettivo di un aumento del prezzo futuro di una materia prima derivava dalle previsioni di una domanda extra proveniente dai paesi asiatici, specie dalla Cina, la cui crescita avrebbe determinato un innalzamento dei livelli di vita.

Così i fondi pensione, ed altri fondi di investimento a lungo termine, si sono spostati verso le materie prime. Da un ammontare relativamente modesto di 13 miliardi di dollari alla fine del 2003, gli assets allocati sul mercato delle Commodity Index Strategies⁵⁰ sono aumentati di venti volte ossia sono arrivati a 260 miliardi nel marzo 2008.

Queste istituzioni hanno investito nelle materie prime solo una piccola parte dei loro asset (generalmente meno del 5%) e sono molto lontane dallo "scommetterci la casa", inoltre questi tipi di investimento corrispondono ad un approccio tradizionale; tuttavia una piccola parte dell'enorme valore di un asset ammonta comunque ad un capitale che può risultare veramente notevole. I fondi hanno poi acquistato contratti futures piuttosto che materie prime. Invece di preoccuparsi di immagazzinare barili di petrolio, stai di grano e bestiame nel parcheggio della società questa poteva semplicemente "differirli" attraverso contratti futures fino ad un attimo prima della loro scadenza piuttosto che accettare la vendita concreta di questi beni⁵¹.

Lo Sticing Pensionfound ABP con sede in Olanda, è uno dei maggiori fondi pensione a livello mondiale ed è responsabile per le pensioni di 2,8 milioni di statali e di insegnanti. Il suo obiettivo era quello di realizzare un utile del 7% sugli investimenti – non facile quando i rendimenti sui titoli di stato erano molto più bassi⁵². Nei primi anni 2000 si spostò verso le materie prime e ed alla fine del 2009 investiva in questa "asset class" quasi il 3% dei suoi fondi, pari a 260 miliardi \$, ossia circa 7 miliardi \$. Un altro fondo tra i più importanti, il CalPERS, California Public Employees' Retirement System, che gestisce le pensioni di quasi 1,6 milioni di persone, alla fine del 2009 aveva investimenti in asset pari a circa 200 miliardi di \$, così a partire dal 2007 iniziò ad investire in derivati sulle materie prime. Il consiglio di amministrazione nel 2008 ha espresso l'intenzione di investire più del 3%⁵³. Il Fondo Pensioni degli insegnanti dell'Ontario, che gestisce 289.000 tra insegnanti attivi e pensionati canadesi, ha deciso anch'esso di investire in materie prime ed alla fine del 2009 ne ha collocati 1,9 miliardi di \$, quasi il 2% del suo capitale⁵⁴.

Lo spostamento verso i derivati sulle materie prime dei fondi pensione e di altri fondi di investimento fu la conseguenza dei bassi rendimenti conseguiti dai loro

50. Commodity Index Strategies è un sistema finanziario altamente diversificato e si basa sulle strategie commerciali relative al mercato di 27 futures ad alta liquidità e riguarda il commercio di 7 settori come l'energia, finanza, monete, metalli, granoturco, frumento ecc.

51. Ciò portò ad una stranezza sul mercato delle merci che ha confuso gli osservatori: la domanda emersa dalla posizione dei futures differiti sul lungo periodo non fece abbassare il livello degli stock di futures scambiati. Così i prezzi sono aumentati senza che vi sia stato un aumento della domanda in contrasto con un offerta che mette in evidenza una diminuzione degli stock.

52. Vedi ABP Investment Objectives, n.d.

53. Vedi CalPERS 2007 e Kishan 2008.

54. Vedi Ontario Teacher's Pension Plan 2009, p. 108. In esso viene anche riportato il declino dei tassi di interesse a p. 5.

investimenti finanziari, non da un improvviso desiderio di speculare sui prezzi. Rendimenti così bassi erano conseguenza di un declino della profittabilità nell'intero sistema ed è chiaramente insostenibile per il capitalismo avere tassi di interesse elevati quando la profittabilità del sistema è bassa⁵⁵. L'impatto fu di favorire un innalzamento dei prezzi di una serie di materie prime e di esacerbare la volatilità del mercato. Ma l'obiettivo dei fondi era di massimizzare la profittabilità dei loro investimenti, limitare i contributi dei loro membri e conseguire dei rendimenti per pagare le pensioni ed altre entrate⁵⁶.

7.2 Profittabilità delle Banche, CDO e CDS.

La crisi del debito ipotecario e la sua propagazione in tutto il mondo attraverso

so i derivati è stata discussa in maniera piuttosto estesa⁵⁷. Qui vale la pena trattare in maniera esauriente solo gli aspetti relativi alla questione del commercio dei derivati.

A partire dagli anni '70 le banche americane avevano creato dei titoli sui pagamenti ricevuti da coloro che avevano contratto un debito immobiliare ed alla fine degli anni '80 vennero assicurati dalle banche debiti e prestiti attraverso Collateralized Debt Obligations (obbligazioni collaterali sul debito) o CDO. Il vantaggio per le banche consisteva nel fatto che questo era un meccanismo per gonfiare le loro entrate ed i profitti potenziali; infatti esse potevano vendere tali titoli agli investitori ricevendo contanti così da avere capitale fresco grazie al quale riavviare un nuovo ciclo d'affari.

55. Il saggio del profitto per le imprese capitaliste del settore produttivo è diverso dai rendimenti sui titoli e dai dividendi pagati sulle azioni, sono diretti in maniera differente. Tuttavia il settore produttivo dà origine al plusvalore che viene ridistribuito attraverso i mercati finanziari per consentire il pagamento degli interessi e dei dividendi. Secondo il nostro punto di vista il fattore che determina la tendenza verso una diminuzione dei rendimenti finanziari è stata la sottostante caduta del saggio del profitto. In contrasto Duménil e Levy nel 2004 basavano le loro tesi sul dominio della finanza dal fatto che negli anni '80 i tassi di interesse reali fossero più elevati a seguito del cambiamento nella politica monetaria dopo il 1979, ma sbagliano nell'analisi e nella spiegazione della caduta del tasso di interesse tra la fine degli anni '80 e negli anni '90 [nonostante il grafico.1 arrivi al 2001 (Duménil, Levy 2004)]. Il tasso di interesse è ulteriormente diminuito nel periodo successivo al 2000.

56. Questa non è la sede per discutere quale politica pensionistica di tipo socialista si possa prevedere, cerchiamo solamente di fare chiarezza su un'area della finanza che spesso viene ignorata, infatti esistono fondi pensione e di dotazione (di solito appartenenti ad una associazione benefica e creati da lasciti o donazioni il cui reddito è destinato ad uno scopo specifico NdT) che hanno investimenti in tutti i tipi di asset: dai titoli a partecipazioni azionarie. Oltre alle merci tali fondi includono investimenti immobiliari, nel legname, infrastrutture, fondi di investimento privati in titoli azionari, hedge fund (in America sono fondi comuni di investimento in forma di società che opera in maniera spregiudicata con capitali di investitori privati NdT). Tali investimenti non sempre hanno successo. Nella metà del 2009 Bloomberg riferisce che il fondo di dotazione della Università di Harvard ha perso qualcosa come il 30% del suo valore, dovuto in parte ad uno smistamento verso investimenti in Private Equity (un'attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva quote di una società sia acquisendo azioni esistenti da terzi sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno della stessa NdT).

57. Per una trattazione utile di questo argomento vedi McNally 2009 e dos Santos 2009. Das nel 2006 ha fornito in un resoconto piuttosto semplice i dettagli tecnici sui titoli discussi in questa sezione incluse le quote di credito dei CDO che non prendiamo in esame.

Essenzialmente, il problema era come le banche utilizzavano i derivati per accorciare il periodo di circolazione del capitale gonfiando la profittabilità senza dover aspettare il completo pagamento dei debiti. Da una stima di emissioni di CDO pari a 68 miliardi di dollari nel 2000 si è passati nel 2006 ad un incremento pari a sette volte che corrisponde alla cifra mastodontica di 456 miliardi di dollari⁵⁸. Contemporaneamente a tutto ciò i profitti del settore finanziario nello stesso periodo sono più che raddoppiati⁵⁹.

I nuovi titoli erano stati progettati per trarre vantaggi dalla legge sulla tassazione e dalle regole emanate dal governo relative all'adeguamento del capitale bancario e create in modo da minimizzare l'uso del capitale da parte delle banche e massimizzare i rendimenti potenziali in capitale, cosa che si poteva realizzare attraverso la messa in opera di Special Purpose Vehicle (SPV)⁶⁰ per i quali diviene possessore del debito chi emette CDO e paga la banca con le entrate che percepisce⁶¹. Ne è seguita una massiccia emissione di questi titoli da parte delle banche degli Stati Uniti, e la loro vendita in tutto il mondo, ed è per questo che la crisi dei mutui americani è divenuta un evento mondiale.

58. Vedi SIFMA 2011.

59. Nel 2000 i profitti delle corporate finanziarie erano pari a 206,4 miliardi di dollari, aumentato sino a 427,6 miliardi nel 2006. I profitti del settore corporate non finanziarie aumentarono di colpo, quasi raddoppiando, fino a 923,9 miliardi grazie alla riduzione degli interessi da pagare per effetto della diminuzione del tasso di interesse e dalla crescita economica sostenuta dal credito.

60. Soggetto (società, "trust" o altra entità) che viene costituito appositamente per l'acquisto delle attività da cartolarizzare. Lo S.P.V. ha una struttura giuridica indipendente e tutte le sue attività sono finalizzate in maniera esclusiva alla realizzazione dell'operazione. Noto anche come SPEs (special purpose entities) e SPCs (special purpose corporation) (NdT).

61. Vedi Das 2006 Capitolo 9.

62. Forse l'esempio più infamante è stato quando la US SEC intentò causa alla Goldman Sachs per aver concesso ad uno dei clienti del suo Hedge Fund di trasformare il suo debito in un CDO che in seguito venne venduto ad altri investitori. L'Hedge Fund guadagnò 1 miliardo di dollari sulla scommessa che la posizione creditizia del CDO sarebbe crollata. Vedi Gallu ed Harper 2010.

Come abbiamo già sottolineato (vedi Sezione 7.1) i primi anni del nuovo millennio sono stati caratterizzati da rendimenti piuttosto bassi sui mercati azionari e dei titoli; al contrario i titoli sul debito ipotecario USA hanno attratto una vasta gamma di investitori, sia americani che stranieri, con rendimenti sugli interessi di due o tre punti percentuali superiori rispetto ai tassi sulle obbligazioni delle corporate. Il fatto che le banche americane avessero un'idea veramente ottimista (*sbagliata*) del rischio sul credito relativo ai nuovi titoli, contrariamente alle agenzie di rating o ai loro investitori, è stato un altro modo attraverso il quale esse hanno approfittato delle transazioni. Molti rapporti sulle posizioni finanziarie di questi titoli rivelano che essi erano inflazionati prima ancora di essere venduti agli investitori e che in questo tipo di transazioni esistevano indubbiamente considerevoli elementi di frode⁶². Tuttavia gli investitori erano nella maggior parte dei casi "giocatori professionisti" e venivano attirati in questo nuovo mercato poichè offriva una possibilità di fuga dalle condizioni di basso rendimento che gravavano sui loro affari.

Il crollo in termini di valore dei CDO non ha nulla a che fare con il mercato dei derivati ma è stato determinato dall'aumento delle inadempienze dei debiti ipotecari che ha provocato un drastico declassamento della valutazione del credito nel momento in cui si espandeva la crisi economica e cadevano i prezzi degli immobili dove aveva giocato un ruolo il mercato dei derivati attraverso strumenti che avevano come acronimo CDS.

I Credit Default Swap (CDS) iniziarono ad esistere dai primi anni '90 ma le facilitazioni sulle regole del sistema bancario USA dopo il 1996 portarono ad un boom di questi derivati. Essi sono una forma di contratto assicurativo dove l'acquirente di CDS paga un premio annuale e riceve un compenso dal venditore nel caso in cui si verifichi una inadempienza. I compensi possono derivare dall'andamento dei titoli di una compagnia, del debito governativo locale o nazionale o per titoli come i CDO. I dati relativi ai derivati CDS mostrano che alla metà del 2001 l'ammontare nozionale emesso era di 631,5 miliardi di dollari ma alla fine del 2007 hanno raggiunto un livello superiore a 97 volte, ossia il valore sbalorditivo di 58.244 miliardi di dollari⁶³.

La ragione di questa crescita straordinaria dei contratti CDS era la stessa di quella dei CDO: consentivano alle banche di accrescere la loro profittabilità,

ma lo fecero in maniera diversa, infatti se le banche avessero venduto i CDS avrebbero ricevuto un onorario ma, aspetto più importante, l'acquisto di CDS da parte delle stesse avrebbe garantito di salvare il capitale⁶⁴. I titoli del debito registrati, che avevano un rating piuttosto modesto, richiedevano riserve di capitale significative per compensare il rischio di fallimento dei debitori, così con la riduzione del rischio di fallimento attraverso i contratti assicurativi CDS le riserve di capitale necessarie potevano essere ridotte e "rendere disponibili" fondi per una ulteriore espansione del business. La maggior parte del rischio del credito ridotto in questo modo era rischio che proveniva dai CDS.

Questo meccanismo ha accelerato l'aumento delle attività ipotecarie parallelamente all'aumento in volume dei CDO e dei CDS emessi e tra loro strettamente intrecciati. Ciò che ha ulteriormente incentivato questo drammatico aumento è stato l'inganno di un credito a basso rischio con la ripresa economica degli USA dopo il 2001 e tassi di interesse continuamente più bassi. La ripresa della crescita sembrava rendere le ipoteche meno a rischio e suggeriva che fosse possibile permettersene grazie a tassi di interesse bassi, circostanza che aprì la strada ai mutui subprime. Uno studio ha dimostrato che dopo il 2006 le banche smisero di effettuare prestiti a coloro che

63. Vedi ISDA 2001 e BIS 2010c. In seguito alla crisi del 2007-08 i livelli di mercato sono crollati a quasi la metà pari a "soli" 30.261 miliardi nel Giugno 2010.

64. Vedi dos Santos 2009, p. 202. Levine 2010, p. 5. sugli aspetti del risparmio di capitale. I dati del BIS mostrano che le banche hanno acquistato e venduto una massa enorme di CDS ma generalmente in condizioni di acquirente netto (i dati sono strettamente accoppiati). Vedi BIS 2010c p. 19 Tavola 4. la AIG, la più grande compagnia assicuratrice degli Stati Uniti, in seguito assorbita dal Governo, era tra l'altro una grande venditrice di CDS "assicurativi", sostenuta da un rating sul credito al top pari ad una AAA. Un rating del credito elevato è necessario perché la tua assicurazione sia di un certo valore per un acquirente di CDS.

erano in grado di ripagare il debito sprofondando sempre di più verso il rischio subprime⁶⁵.

Possiamo osservare quindi che i CDS catalizzarono la crescita del capitale bancario e finanziario e la domanda di questi asset fungeva sia come assicurazione finanziaria sia come mezzo utilizzato dalle banche per sistemare la loro esposizione al credito verso i clienti; ma la domanda di questi asset crebbe impetuosamente poiché erano anche un mezzo per far crescere la profittabilità in un momento in cui i bassi tassi di interesse minacciavano di danneggiare le banche e i redditi da investimento.

7.3 *Crisi del Debito Sovrano e CDS*

A partire dalla fine degli anni '90 i Credit Default Swap sono stati sottoscritti anche sul rischio di insolvenza del debito degli Stati. Tuttavia in un primo periodo i CDS riguardavano paesi come l'Indonesia, la Thailandia, la Corea del Sud, la Russia ed il Brasile e l'unica grande potenza capitalista che aveva un volume significativo di CDS sottoscritti era il Giappone in conseguenza del nervosismo sul mercato finanziario pro-

vocato da una stagnazione prolungata e dall'enorme debito pubblico che cresceva sempre più. Come conseguenza della crisi scoppiata in un certo numero di paesi asiatici ed in Russia nel 1997-98, gli speculatori sono stati attratti dall'acquisto di CDS; tuttavia questo tipo di attività finanziaria non provocò alcun trambusto nei circoli politici ufficiali. La cosa più importante che avvenne fu che il gruppo International Swap Dealers' Association nel 1999, e successivamente, cambiò le regole sui contratti governativi CDS, chiarendo i termini dell'insolvenza e i dettagli di pagamento⁶⁶. Le inquietudini relative alle scommesse sul default dei debiti sovrani sono iniziate solo dopo il 2008 quando l'attenzione si è focalizzata sulla condizione economica delle nazioni che costituiscono uno dei centri del potere mondiale: l'Europa.

Non è questa la sede per discutere sulle cause sottostanti i guai finanziari delle nazioni europee, ma possiamo sottolineare i punti più rilevanti che riguardano i temi affrontati in questo articolo⁶⁷. Riassumendo, l'onda d'urto provocata dopo il 2007 dalla crisi dei mutui subprime negli

65. Vedi Barnett-Hall 2009 per una indagine dettagliata sulla qualità del credito relativo ai CDO, inclusa una esposizione sul ruolo delle banche e delle agenzie di rating nel gonfiare il rating del credito di questi titoli. La sua analisi mostra che un fattore molto importante che ha provocato la caduta della qualità del credito fu l' "annata" del prestito. Non abbiamo bisogno qui di addentrarci sulle pratiche sviluppatesi contemporaneamente di autocertificazione e di "NINJA" (Non entrate, non lavoro o di asset) relativi ai mutui ipotecari delle banche che hanno cercato disperatamente di fare sempre più affari.

66. Vedi Das 2006 pp. 279-81. Un altro fatto importante che accadde a quel tempo fu la crisi finanziaria (limitata agli Stati Uniti) causata dal crollo del maggiore Hedge Fund LTCM nel 1998. LTCM iniziò con il commercio di arbitraggio tra titoli simili e realizzò dei guadagni piuttosto notevoli ma cresceva in ampiezza e scoprì che gli aumenti dei profitti erano dovuti all'enorme commercio speculativo attraverso derivati su una vasta gamma di titoli. L'inadempienza del credito della Russia provocò solo un panico minore sui mercati ma uno sfacelo dei rapporti statistici precedenti che minò la strategia commerciale dell'LTCM portandolo alla dismissione. La crisi asiatica del 1997 al contrario non aveva alcuna relazione con i derivati e fu innescata da un declino della accumulazione, da una speculazione rampante e poi da una inversione di rotta dell'afflusso finanziario a breve termine per effetto dell'attrazione verso gli alti tassi di interesse a livello locale.

67. Una analisi utile della situazione che ha portato le nazioni europee al disordine economico, ci viene fornita da Lapavitzas, Kaltenbrunner, Lindo, Mitchell, Paineira, Pires, Powell, Stenfors e Teles. 2010.

Stati Uniti si è diffusa a tutto il mondo ed all'interno del continente europeo sia perché molte banche ed istituzioni finanziarie del vecchio continente avevano acquistato dagli Stati Uniti i suoi "asset tossici" sia per la vulnerabilità che i singoli paesi già manifestavano per gli effetti su ciascuno di essi della bolla creditizia e finanziaria dei sette anni precedenti. I livelli molto elevati e sempre maggiormente crescenti del debito al consumo legato alle carte di credito, alla speculazione sul mercato degli immobili ed alla facilità di ottenere prestiti dalle banche erano comuni a tutti i paesi dell'area euro ed oltre, specialmente nel Regno Unito. Il crollo del credito ha provocato una inversione di tendenza nel tasso di crescita, mentre la caduta della tassazione sulle entrate ed il salvataggio mastodontico del sistema bancario hanno portato ad una crisi del debito sovrano nei paesi più deboli dell'euro.

Dato questo corso degli eventi non ha alcun senso imputare ai CDS la causa delle crisi del debito sovrano: viene in mente il vecchio detto "uccidi il messaggero". I segnali del mercato dei CDS, secondo cui esisteva per un paese un rischio molto elevato di default causato dal debito, erano il riflesso della realtà e non la sua causa. Nel caso della Grecia, il paese in prima linea per il default, l'ISDE notava che il volume di CDS greci sovrani ad alto livello sono a malapena cresciuti tra il 2009 e gli inizi del 2010. In ogni caso l'ammontare di 9 miliardi di dollari costituiva, in termini di valore, appena il 2% dei titoli di stato greci

(che superavano i 400 miliardi di dollari) e non si può quindi trarre la conclusione che il mercato dei CDS stava condizionando i prezzi dei titoli di stato greci⁶⁸.

Non si può nemmeno sostenere che la colpa sia da attribuire ai cosiddetti CDS "naked" (ossia i contratti CDS posseduti da coloro che non detengono titoli di stato) che sono una parte dei contratti registrati complessivamente e gli acquirenti di tali CDS possono avere tranquillamente "altri" crediti nei confronti del governo (ad esempio attraverso valutazioni profittevoli degli swap sui tassi di interesse) o crediti nei confronti del settore privato che potrebbero essere a rischio se il governo dovesse fallire. Essi non possono essere oggetto di speculazione. Anche se è stato riscontrato, contrariamente ai dati, che vi è stato un prodigioso aumento di posizione dei CDS speculativi, ciò potrebbe essere semplicemente una ulteriore risposta ad una crisi ormai evidente che è davanti ai nostri occhi.

Tutti i dati mostrano che la crisi del debito greco è maturata sul lungo periodo e le cause che ne sono alla radice sono una miscellanea di una diffusa evasione fiscale, un uso smodato (sin dagli anni '80) dei fondi europei per finanziare le spese correnti del governo, un boom del credito nel settore privato con livelli di prestito, dopo l'adesione all'Unione Economica e Monetaria del 2001, non molto al di sotto di quelli della Germania, ed un declino della competitività⁶⁹. Il Governo Greco,

68. Vedi ISDA 2010. Il comunicato stampa dell'ISDA è egualmente corretto quando sottolinea il fatto che se gli speculatori fecero salire il rischio sul debito dei titoli greci al di sopra dei rendimenti osservati sul mercato in contanti, allora l'arbitraggio avrebbe portato lo spread a cadere di nuovo. Sono stati avviati dei dibattiti se la trasparenza del mercato dei derivati, nonostante il livello ancora basso, potesse guidare i prezzi del mercato in contanti. Ma la Grecia non costituisce un caso per cui siano stati i CDS a provocare la crisi.

69. Vedi Norfield 2011b, dove viene sottolineato che larga parte del debito estero nei confronti delle banche è posseduto dal settore privato greco.

assistito da Goldman Sachs e da altre banche, ha utilizzato i derivati per camuffare la sua debolezza finanziaria e fornire i requisiti necessari per l'unificazione monetaria europea. I derivati consentirono alla Grecia di mascherare il fatto di non essere riuscita a sviluppare una economia capitalista coronata da successi. Tutto ciò è il prodotto della natura assunta dal capitalismo oggi (e della corruzione economica e politica in Grecia) e non dagli eccessi sul mercato dei derivati.

8. DINAMICHE DEI DERIVATI, REGOLAZIONE E RIFORME

Nella letteratura specializzata l'esplosione della compravendita di derivati è stata associata a particolari cambiamenti nella regolazione, specie negli Stati Uniti. Con lo scoppio della crisi ed il dito puntato contro il mercato dei derivati, le commissioni governative ed altre agenzie si sono concentrate sugli errori fatti dalla legislazione precedente sulla compravendita di derivati e su quali cambiamenti sarebbero stati necessari per evitare crisi future. Ciò ha comportato una dura critica alle autorità più importanti e sono stati identificati cinque fattori che hanno portato ad errori nella regolazione⁷⁰:

- 1) Coloro che erano deputati alla regolazione non hanno chiarito agli inizi del

2000 che le agenzie di rating del credito traevano profitto da un legame piuttosto forte con “gli ingranaggi legati al flusso dei prodotti strutturati con rating ottimistici” e hanno continuato a fare affidamento sulle maggiori agenzie di rating.

- 2) Nel 1996 la Federal Reserve ha consentito alle banche di utilizzare i contratti CDS per ridurre le necessità di riserve di capitale. La FED successivamente non ha fatto nulla per regolare il mercato una volta verificatasi l'esplosione del volume di derivati CDS e la concentrazione del rischio sulla controparte (per esempio l'AIG⁷¹ aveva una esposizione di quasi 500 miliardi di dollari in CDS ed in altri derivati, rispetto ad un capitale di 100 miliardi).
- 3) La Federal Reserve, il Tesoro e la SEC (Securities and Exchange Commission) hanno bloccato qualsiasi richiesta di maggiore trasparenza nel mercato OTC⁷² dei derivati e hanno emanato una serie di leggi che rendevano questo mercato non regolato. Nel 2000 il Congresso approvò il Commodity Futures Modernization Act ed una delle conseguenze di questa legge fu la cosiddetta “scappatoia Enron” che ha consentito ai prodotti energetici⁷³ di essere scambiati su un mercato finanziario non regolato.

70. Vedi Levine 2010 per i punti 1 fino a 4. Greenberger 2008 per il punto 3. Masters 2008 per il punto 5.

71. L'American International Group è una delle maggiori compagnie assicurative con sede a New York e filiali in tutto il mondo (NdT).

72. I mercati Over the Counter (OTC) sono caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati. Sono mercati la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. I mercati OTC si basano sul principio dell'incontro tra la domanda e l'offerta soltanto (NdT).

73. Il Commodity Futures Modernization Act del 2000 (CFMA) è stato scritto da Tim Geithner, l'uomo che oggi è segretario del Tesoro del Presidente Obama. Il CFMA, a seguito dell'influente

- 4) Nel 2004 la SEC ha permesso alle banche di investimento di utilizzare i loro modelli di rischio per calcolare il capitale che è necessario possedere contro i titoli a rischio che esse stesse possedevano come asset. (Una soluzione indispensabile se le banche sovrastimano o sottostimano il capitale necessario).
- 5) La CFCT⁷⁴ degli Stati Uniti con il compito di sorvegliare i mercati regolati dei futures ha consentito alle banche di investimento una “scappatoia con gli Swap” grazie alla quale potevano utilizzare i futures per “vincolare” le loro posizioni nei confronti dei clienti. Ciò ha permesso agli hedge fund e ai fondi pensione di accumulare, attraverso le banche di investimento, posizioni sul mercato ben al di sopra dei limiti consentiti agli speculatori.

Critiche di questo genere provengono da individui ben lontani dall'essere anti-capitalisti, e mettono in evidenza quelli che vengono considerati errori politici o politiche ragionevoli dalle conseguenze impreviste o anche politiche che si sospetta siano state deliberate concessio-

ni ai sostenitori dei partiti. L'obiettivo delle loro critiche è quello di cercare di correggere gli “errori” e di prevenire il ripetersi di crisi di questo genere⁷⁵.

I cambiamenti nella regolazione sotto-lineati in precedenza sono stati determinanti nel favorire la crescita del mercato dei derivati e nel garantire una tregua alla crisi finanziaria a livello di scala e globale scoppiata nel 2007-08. Tuttavia ciò porta ad una questione irrisolta: perché cambiò la legislazione regolazionista?

Le leggi vennero cambiate per dare un senso al settore dominante del capitale americano. Per la Federal Reserve, il Tesoro e la Securities and Exchange Commission avallare una particolare politica, che venga poi sostenuta al Congresso, implica sicuramente che tale politica abbia il supporto di un gruppo di potere della classe dirigente anche se esistono voci dissidenti. Non sono in molti a considerare che i capitalisti siano onniscienti; così quando una scelta politica largamente sostenuta alla fine produce lacrime e sangue non vuol dire che si sia trattato di un azzardo per favorire una elite ristretta di finanziari.

Più chiaramente, la logica delle autorità americane nel “sostenere i banchieri” si basa sul ruolo chiave che gioca la finanza

lobbying finanziario delle banche di Wall Street, ha dato via libera al commercio over-the-counter (tra istituzioni finanziarie) dei derivati futures sul petrolio, senza supervisione governativa. Il petrolio e gli altri prodotti energetici ne sono stati esonerati grazie a quella che è stata chiamata “la Scappatoia Enron” (Enron Loophole). F. William Engdahl, *Dietro l'aumento del prezzo del petrolio: “picco” o speculazione finanziaria?* reperibile sul web. (NdR).

74. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) è una agenzia governativa indipendente, istituita dal Congresso nel 1974, con il compito di regolare il mercato dei futures e delle option (NdT).

75. Secondo la sua critica velenosa dei fallimenti nella regolazione Levine 2010 propone di stabilire una “sentinella” con il compito di raccogliere informazioni. L'unica responsabilità di tale Sentinella sarebbe quella di fornire un rapporto annuale alle branche legislative ed esecutive del governo valutando l'impatto immediato e nei tempi lunghi sulla popolazione delle leggi di regolazione o supervisione e la loro messa in atto. Ciò probabilmente non verrà avviato ma verranno fatte altre scelte politiche per limitare la leva finanziaria delle banche e far aumentare il capitale che queste devono possedere per le loro operazioni (Basilea III).

per la posizione imperiale degli Stati Uniti nell'economia mondiale. New York rappresenta il mercato di capitali più importante del mondo sia per l'aumento del debito sia per i fondi di investimento delle compagnie, inoltre gli Stati Uniti sono al secondo posto (dopo il Regno Unito) sul mercato dei cambi. Consideriamo poi lo strumento delle sanzioni finanziarie che l'imperialismo americano può applicare, grazie all'influenza sul sistema bancario mondiale e su quelle nazioni, come l'Iran, che superino i limiti⁷⁶. Un atteggiamento politico dello stesso genere è valido anche per il governo del Regno Unito benché non abbia un potere tale da provocare cambiamenti politici importanti o di poter intervenire all'estero senza la cooperazione degli Stati Uniti⁷⁷. Di conseguenza possono essere stati fatti degli *errori* politici; comunque le ripetute scelte politiche a favore della finanza messe in atto dai *centri della finanza mondiale* – Stati Uniti e Regno Unito – mostrano che non sono scelte erranee, ma costituiscono una strategia deliberata e cosciente della classe dirigente basata sulla stima di ciò che permette di tenere sotto controllo le loro economie⁷⁸.

Ecco perché le ultime proposte di riforma governativa per il settore finanziario da parte degli Stati Uniti e del Regno Unito non sono un segnale di un cambiamento di rotta nonostante lo sconvolgimento politico ed economico prodotto dalla crisi⁷⁹. I propositi sono una specie di tentativo per installare porte antincendio in un grattacielo danneggiato da un terremoto. Le riforme sui derivati consistevano nel porre gli scambi OTC sotto un sistema centralizzato di chiarezza così da poter monitorare (rendere “più trasparenti”) i possessori ed il volume degli scambi e, dove possibile, le transazioni attraverso l'informatizzazione degli scambi per rendere trasparenti sia le relazioni commerciali sia i prezzi. La realizzazione di tali riforme deve essere effettuata alla fine del 2012 ma esistono già delle dispute tra i maggiori paesi rispetto ai dettagli più importanti (incluso chi deve sostenere l'eventuale compensazione delle perdite, chi deve dare le necessarie garanzie sui depositi, le quote di brokeraggio ecc.) che avranno un impatto sulle attività economiche, sulla competitività delle banche e sui fondi di investimento di ogni paese⁸⁰.

76. I centri finanziari degli Stati Uniti e del Regno Unito dominano i mercati mondiali in pratica attraverso tutti i tipi di prodotti finanziari. I dati dell'ILO per il 2006 indicano che il 5% della forza lavoro degli Stati Uniti è impiegata nelle intermediazioni finanziarie.

77. Le statistiche inglesi indicano che nel sistema finanziario del Regno Unito occupa circa un milione di persone (quasi il 3-4% della forza lavoro), ma costituisce il 7% del PIL e circa l'11-12% delle entrate fiscali, in altre parole esso è il settore ad elevato valore dell'economia britannica. Il Price Waterhouse Coopers produce un rapporto regolare sulle entrate fiscali per la finanza della City di Londra fornendo così informazioni sulla tassazione (vedi Price Waterhouse Coopers 2010). Londra rappresenta il centro bancario più diversificato al mondo con il più grande mercato dei cambi.

78. Vedi Norfield 2012 per una analisi di come il settore finanziario sia un settore chiave per la posizione assunta dall'economia inglese garantendo entrate significative e finanziando l'esportazione profittevole di investimenti diretti di capitale all'estero.

79. Per la legislazione di Basilea III un sommario preciso dei propositi per regolare la leva finanziaria delle banche, la ridefinizione del loro capitale bancario, ecc. si trova in BIS 2010b.

80. Vedi l'editoriale del Financial Times “Swaps bickering” 10 Luglio 2011.

Per vedere quale sia la prospettiva di questi propositi è necessario sottolineare brevemente alcuni fattori che indicano *l'impossibilità* per il sistema di essere riformato.

- 1) Le tre maggiori agenzie di rating del credito, dopo quattro anni di apocalittico avvilitamento, controllano il 95% del mercato e sono ancora pochi i segnali di una crescita della concorrenza in questo settore della finanza. Questa è una caratteristica della supposta concorrenza ed innovazione dei mercati finanziari: i monopoli esistenti raramente sono stati in concorrenza.
- 2) Il cambiamento del mercato OTC sugli scambi di derivati potrebbe essere d'aiuto alla regolazione nella compravendita ma non tiene conto di due aspetti. Primo le stesse compravendite sono state, in molte occasioni del passato, la fonte di una speculazione selvaggia. Secondo: limitare la compravendita *over the counter* sugli scambi potrebbe causare dei problemi. Il mercato OTC provvede a collegare clienti specifici ed è grosso modo otto volte più grande del mercato ETD (Exchange-Traded Derivative)⁸¹ che è molto più standardizzato. Il cambiamento è stato portato avanti in maniera differente dati i ruoli diversi giocati da ogni mercato.
- 3) I nuovi regolamenti offriranno senza dubbio delle scappatoie che, con l'andar del tempo, verranno sfruttate dai gestori di capitali, dagli avvocati fisca-

listi, dai banchieri e dalle società e corporation finanziarie. Contrastare la speculazione non dipende da una particolare forma di commercio dei derivati o dai derivati tout court. L'impulso alla crescita del commercio di derivati ed alla speculazione proviene dai problemi che affliggono l'economia capitalista nel suo complesso: una bassa profittabilità.

- 4) Per mettere in evidenza tutto questo, una ulteriore "innovazione finanziaria" divenuta l'ultimo spauracchio dei regolatori sono i Synthetic Exchange-traded funds⁸². Questi permettono alle banche di contabilizzare obbligazioni non liquide come collaterali di fondi che non vengono necessariamente investiti in titoli ma che gli investitori pensano però che lo siano. È confuso? Sono stati spiegati, nei termini e nelle condizioni, più chiaramente in precedenza.
- 5) Infine esiste il problema di come valutare la posizione dei derivati. Quando le banche per valutare i derivati OTC utilizzano i loro modelli fanno dei calcoli che servono solo ad esse stesse e a delle interpretazioni idiote. Per esempio, sulla scia di una fase di panico finanziario, il manager della Goldman Sachs dichiarò che "stava osservando fenomeni che avevano un andamento pari a 25 deviazioni standard per molti giorni di fila"⁸³. È stato rilevato che la probabilità di un singolo evento con 25 sigma⁸⁴ è paragonabile alla probabilità di vincere alla lotteria per 21 o 22 volte di fila⁸⁵; un fatto che esprime sempli-

81. Un tipo di mercato dei derivati come il Chicago Mercantile Exchange ed il Chicago Board of Trade (NdT).

82. Vedi Bank of England 2011 pp. 13-15.

83. Vedi Larsen 2007.

84. Ossia con 25 deviazioni standard dalla norma (NdT).

85. Vedi Dowd, Cotter, Humphrey e Woods 2008.

cemente che il suo modello di valutazione di rischio è, ad esser gentili, erroneo. Alcune delle proposte di riforma avanzate più recentemente suggeriscono che i regolatori potrebbero utilizzare i modelli di rischio. Se è così allora dovranno vedersela con la difficoltà, per non dire l'impossibilità, di costruire un modello decente, ammesso che abbiano la competenza per farlo⁸⁶. Non è facile riuscire ad ottenere prezzi ed altri dati su titoli che non sono liquidi, stimare quando si blocca il rischio sui mercati allorché uno ha bisogno di comprare o di vendere, o risolvere il mistero del valore dei derivati su derivati di capitale fittizio. I modelli di mercato considerati in termini quantitativi sono piuttosto fragili, le crisi ci tormentano e siamo pronti di fronte ai continui cambiamenti di regime.

Vale la pena conoscere cosa ci propina il nemico ma non c'è motivo per i critici del sistema capitalistico di venire coinvolti in questo dibattito sui dettagli relativi alla riforma finanziaria. Come ha affermato Barack Obama in un contesto diverso: "Tu puoi mettere il rossetto ad un maiale, ma resta sempre un maiale".

CONCLUSIONI

La crescita della compravendita di derivati in quasi tutto il decennio scorso è stata favorita dai cambiamenti operati dal governo sulla regolazione, ma la ragione fondamentale della esplosione di tale compravendita ha molto a che fare

con i tentativi fatti dalle banche, dalle società finanziarie e dalle corporation per far aumentare una profittabilità e entrate che languivano. L' "Innovazione Finanziaria" era un modo molto più facile per far soldi rispetto agli investimenti nella produzione. I derivati hanno contribuito a posticipare la crisi fornendo carburante al boom speculativo ma non hanno fatto altro che peggiorarla. I politici al governo stanno ora pianificando delle riforme per premunirsi rispetto ad una ulteriore debacle, ma gli accordi tra paesi in competizione non danno sicurezza anche di fronte a problemi comuni. Resta il fatto che le riforme non riusciranno a provocare alcun cambiamento in un sistema piegato dalla crisi e già in presenza di segnali di un nuovo tipo di turbolenza speculativa. Qualsiasi cosa accada su questo fronte la politica dello Stato sarà concentrata nell'attacco ai livelli di vita per ripristinare la profittabilità.

Questo rappresenta il segnale di un capitalismo moderno ormai decrepito, in particolare negli Stati Uniti e nel Regno Unito, in quanto è costretto ad affidarsi all'indebitamento per avere profitti che vengono garantiti da una legislazione fiscale, da prodotti finanziari come i derivati e da altri strumenti simili. Il problema non sta nel contrasto tra banche (o la finanza in generale) e "l'economia reale". L'economia capitalista reale è uno dei sistemi per accrescere valore senza tener conto del valore d'uso ed è per questo motivo che è facile per le corporation "industriali" trasformare parte delle loro operazioni in pure

86. Secondo la mia esperienza personale, ho utilizzato un laureato in matematica, "un genio", per costruire un modello di mercato dei cambi dove la grandezza più importante era il valore di un coefficiente di una variabile particolare. In seguito mi disse quale era. Ho esaminato i dati ed ho trovato che aveva mescolato le variabili dipendenti ed indipendenti. In seguito è andato a lavorare per Citigroup.

attività finanziarie, e ciò è particolarmente agevolato quando nelle maggiori corporation viene a mancare un confine tra servizi finanziari e l'attività manifatturiera e commerciale. L'origine dei profitti per le banche e per il sistema finanziario è diversa rispetto a quella del capitale industriale e commerciale, ma ogni settore del capitale è strettamente collegata con gli altri e garantisce loro un business. Per opporsi alla finanza,

alle banche ed ai derivati occorre semplicemente mettere in evidenza che questo è un unico ed integrato sistema di sfruttamento. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, inoltre, il sistema finanziario riveste una posizione chiave nel loro potere economico in quanto paesi imperialisti⁸⁷ e se ciò implica che le società finanziarie vengano favorite dalle politiche anglo-americane, la cosa non dovrebbe sorprenderci.

87. Il fattore relativo alla condizione politica ed economica è un aspetto che gli Stati Uniti ed il Regno Unito si batteranno per mantenere benché nei prossimi anni le condizioni per queste nazioni si faranno sempre più dure con l'ascesa di economie, come la Cina, che rivendicano maggiore indipendenza economica e politica e che stanno vivendo una crescita del loro settore finanziario.

BIBLIOGRAFIA

- ABP Investment Objectives, n.d. disponibile in:
http://www.abp.nl/abp/abp/english/about_abp/investments/about_investments/01objectives.asp
- Bank of England 2011, 'Financial Stability Report, Giugno 2011' disponibile in:
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2011/fsr29.htm>
- Barnett-Hart, Anna Katherine 2009, 'The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis', Harvard University BA thesis, disponibile in:
<http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/students/dunlop/2009-CDOmeltdown.pdf>.
- BIS 2010a, 'Quarterly Review', Dicembre.
 — 2010b, 'The Basel III Capital Framework: A Decisive Breakthrough', intervento di Hervé Hannoun, Vicedirettore generale della BIS, ad Hong Kong, 22 Novembre.
 — 2010c, 'Triennial and Semi-Annual Surveys: Positions in Global Over-the-Counter (OTC) Derivatives Markets at End-June 2010', 16 Novembre.
- Bryan, Dick and Michael Rafferty 2006a, 'Money in Capitalism or Capitalist Money?', *Historical Materialism*, 14, 1: 75–95.
 — 2006b, "Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives", *Capital and Class*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- CalPERS 2007, 'Fixed Income Overview', disponibile in:
<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/assets/?ixed-income/?ixedoverview.xml>.
- Clark, Andrew, Heather Stewart and Elena Moya 2010, 'Goldman Sachs Faces Fed Inquiry Over Greek Crisis', *The Guardian*, 26 Febbraio, disponibile in:
<http://www.guardian.co.uk/business/2010/feb/25/markets-pressure-greece-cut-spending?INTCMP=SRCH>
- Crotty, James 2007, 'If Financial Market Competition Is So Intense, Why Are Financial Firm Profits So High?', *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, 134, disponibile in: http://www.peri.umass.edu/?ileadmin/pdf/working_papers/working_papers_101-150/WP134.pdf.
- Das, Satyajit 2006, *Traders, Guns and Money: Knowns and Unknowns in the Dazzling World of Derivatives*, Harlow: Pearson Education Limited.
- dos Santos, Paulo L. 2009, 'On the Content of Banking in Contemporary Capitalism', *Historical Materialism*, 17, 2: 180–213.
- Dowd, Kevin, John Cotter, Chris Humphrey and Margaret Woods 2008, 'How Unlucky Is 25-Sigma?', *Journal of Portfolio Management*, 34, 4: 76–80.
- Duménil, Gérard and Dominique Lévy 2004, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, traduzione di Derek Jeffers, Cambridge MA.: Harvard University Press.
- European Commission 2010, 'Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories', September, disponibile in:
http://ec.europa.eu/internal_market/?inancial-markets/derivatives/index_en.htm

- Financial Services Authority 2009, 'Reforming OTC Derivative Markets: A UK perspective', disponibile in: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/reform_otc_derivatives.pdf
- Financial Times 2011, 'Swaps Bickering', 10 Luglio, disponibile in: <http://www.ft.com/cms/s/0/3803f2fc-ab1a-11e0-b4d800144feabdc0.html#axzz1mfHGJBIP>
- Gallu, Joshua and Christine Harper 2010, 'Goldman Sachs Sued by SEC for Fraud Tied to CDOs', Bloomberg, 16 April, disponibile in: <http://www.bloomberg.com/news/2010-04-16/goldman-sachs-sued-by-sec-for-fraud-over-mortgage-backed-cdos-shares-drop.html>
- Greenberger, Michael 2008, 'Financial Speculation in Commodity Markets: Are Institutional Investors and Hedge Funds Contributing to Food and Energy Price Inflation?', Testimonianza davanti al Comitato del Senato per la Sicurezza Nazionale e gli Affari di Governo 24 Giugno.
- Grossmann, Henryk 1992 [1929], *The Law of Accumulation and Breakdown of the Capitalist System*, traduzione di Jairus Banaji, London: Pluto Press. (Ed. italiana, *Il crollo del capitalismo. La legge dell'accumulazione e del crollo del sistema capitalista*, Milano, Mimesis, 2010).
- Helleiner, Eric 1994, 'Freeing Money: Why Have States Been More Willing to Liberalize Capital Controls than Trade Barriers?', *Policy Sciences*, 27, 4: 299–318.
- Homer, Sydney and Richard Sylla 2005, *A History of Interest Rates*, Fourth Edition, Chichester: John Wiley and Sons.
- Hull, John C. 2009, *Options, Futures and Other Derivatives*, Seventh Edition, Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.
- ISDA 2001, 'Summaries of Market Survey Results, 2001 Year End Market Survey', disponibile in: <http://www.isda.org/statistics/recent.html>
— 2010, 'ISDA Comments on Sovereign CDS', disponibile in: <http://www.isda.org/media/press/2010/press031510.html>
- Kindleberger, Charles P. 2000, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Fourth Edition, Chichester: John Wiley and Sons.
- Kishan, Saijel 2008, and Thy Neighbour', *Research on Money and Finance Occasional Report*, March, disponibile in: <http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/reports/eurocrisis/fullreport.pdf>
- Larsen, Peter Thal 2007, 'Goldman Pays the Price of Being Big', *Financial Times*, 13 Agosto, disponibile in: <http://www.ft.com/cms/s/0/d2121cb6-49cb-11dc-9ffe>
'Calpers to Boost Commodity Investments Through 2010', Bloomberg, 28 Febbraio, disponibile in: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aps_cctZFFP0
- Kliman, Andrew 2009, 'The Persistent Fall in Profitability Underlying the Current Crisis: New Temporalist Evidence', disponibile in: <http://akliman.squarespace.com/persistent-fall>
- Lapavistas, Costas 2006, 'Relations of Power and Trust in Contemporary Finance', *Historical Materialism*, 14, 1: 129–54.
- Lapavistas, Costas, A. Kaltenbrunner, D. Lindo, J. Michell, J.P. Paineira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors and N. Teles 2010, 'Eurozone Crisis: Beggar Thyself.
- Levine, Ross 2010, 'The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis', *BIS Working Papers*, 329, disponibile in: <http://www.bis.org/publ/work329.pdf>

- London Metal Exchange 2011, '*History of the LME*', disponibile in:
http://www.lme.com/who_ourhistory.asp.0000779fd2ac.html#axzz1mMi1j6nm
- Marx, Karl 1974a, *Capital, Volume 1*, London: Lawrence and Wishart.
— 1974b, *Capital, Volume 3*, London: Lawrence and Wishart.
- Masters, Michael 2008, '*Financial Speculation in Commodity Markets: Are Institutional Investors and Hedge Funds Contributing to Food and Energy Price Inflation?*', Testimonianza davanti al Comitato del Senato per la Sicurezza Nazionale e gli Affari di Governo 20 Maggio.
- McNally, David 2009, 'From Financial Crisis to World-Slump: Accumulation, Financialisation, and the Global Slowdown', *Historical Materialism*, 17, 2: 35–83.
- Münchau, Wolfgang 2010, 'Time to Outlaw Naked Credit Default Swaps', *Financial Times*, 1 Marzo, disponibile in: <http://www.ft.com/cms/s/0/7b56f5b2-24a3-11df-8be0-00144feab49a.html#axzz1mMi1j6nm>
- Norfield, Tony 2011a, 'The Economics of British Imperialism', *Economics of Imperialism*, 22 Maggio, disponibile in:
<http://economics?imperialism.blogspot.com/2011/05/economics-of-british-imperialism.html>
— 2011b, 'Origins of the Greek Crisis', *Economics of Imperialism*, 24 Giugno, disponibile in: <http://economics?imperialism.blogspot.com/2011/06/origins-of-greek-crisis.html>
- OECD 2010, '*Economic Outlook*', Maggio.
- Ontario Teachers' Pension Plan 2009, 2009 *Annual Report*, disponibile in:
<http://docs.otpp.com/AnnualReport.pdf>
- Pennings, Joost M.E. and Matthew T.G. Meulenberg 1999, '*The Financial Industry's Challenge of Developing Commodity Derivatives*', disponibile in:
<http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=356081026089000102097019120010029107034018062052016094106001121116001096115117000076031103068005099090080012091025114127016118007005098111&EXT=pdf>
- Price Waterhouse Coopers 2010, '*The Total Tax Contribution of UK Financial Services*', disponibile in: http://217.154.230.218/NR/rdonlyres/68F49A7E-8255-415B-99A8-1A8273D568D9/0/TotalTax3_FinalForWeb.pdf
- Rogoff, Kenneth and Carmen Reinhart 2008, '*Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*', disponibile in: <http://www.aeaweb.org/assa/2009/retrieve.php?pd?id=245>
- SIFMA 2011, '*Global CDO Issuance*', disponibile in:
<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>
- US Senate 2009, 'Excessive Speculation in the Wheat Market', *Majority and Minority Staff Report*, Permanent Subcommittee on Investigations, 24 Giugno.
- Wee, Gillian 2009, '*Harvard, Yale Endowments Decline 30% on Private-Equity Losses*', Bloomberg, 11 Settembre, disponibile in:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a1fiKo1my9qU>

STRIKING IT RICHER: THE EVOLUTION OF TOP INCOMES IN THE UNITED STATES

(UPDATED WITH 2012 PRELIMINARY ESTIMATES)

Emmanuel Saez*

WHAT'S NEW FOR RECENT YEARS?

I. 2009-2012:

UNEVEN RECOVERY FROM THE GREAT RECESSION

From 2009 to 2012, average real income per family grew modestly by 6.0% (Table 1). Most of the gains happened in the last year when average incomes grew by 4.6% from 2011 to 2012.

However, the gains were very uneven. Top 1% incomes grew by 31.4% while bottom 99% incomes grew only by 0.4% from 2009 to 2012. Hence, the top 1% captured 95% of the income gains in the first three years of

the recovery. From 2009 to 2010, top 1% grew fast and then stagnated from 2010 to 2011. Bottom 99% stagnated both from 2009 to 2010 and from 2010 to 2011. In 2012, top 1% incomes increased sharply by 19.6% while bottom 99% incomes grew only by 1.0%. In sum, top 1% incomes are close to full recovery while bottom 99% incomes have hardly started to recover.

Note that 2012 statistics are based on preliminary projections and will be updated in January 2014 when more complete statistics become available. Note also that part of the surge of top 1% incomes in 2012 could be due to income retiming to take advantage of the lower top tax rates in 2012 relative

* University of California, Department of Economics, 530 Evans Hall #3880, Berkeley, CA 94720. This is an updated version of "Striking It Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States", Pathways Magazine, Stanford Center for the Study of Poverty and Inequality, Winter 2008, 6-7. Much of the discussion in this note is based on previous work joint with Thomas Piketty. All the series described here are available in excel format at <http://elsa.berkeley.edu/~saez/TabFig2012prel.xls>

1. Top ordinary income marginal tax rates increased from 35 to 39.6% and top income tax rates on realized capital gains and dividends increased from 15 to 20% in 2013. In addition, the Affordable Care Act surtax at marginal rate of 3.8% on top capital incomes and 0.9% on top labor incomes was added in 2013 (the surtax is only 0.9% on labor income due to the pre-existing Medicare tax of 2.9% on labor income). The Pease limitation on itemized deductions also increases marginal tax rates by about 1 percentage point in 2013. These higher marginal tax rates affect approximately the top 1%. Hence, among top earners, retiming income from 2013 to 2012 saves about 6.5 percentage points of marginal tax for labor income and about 10 percentage points for capital income. In words, for top 1% earners, shifting an extra \$100 of labor income from 2013 to 2012 saves about \$6.5 in taxes and shifting an extra \$100 of capital income from 2013 to 2012 saves about \$10 in taxes.

to 2013 and after¹. Retiming should be most prevalent for realized capital gains as individuals have great flexibility in the timing of capital gains realizations. However, series for income excluding realized capital gains also show a very sharp increase (Figure 1), suggesting that retiming likely explains only part of the surge in top 1% incomes in 2012.

Retiming of income should produce a dip in top reported incomes in 2013. Hence, statistics for 2013 will show how important retiming was in the surge in top incomes from 2011 to 2012.

Overall, these results suggest that the Great Recession has only depressed top income shares temporarily and will not undo any of the dramatic increase in top income shares that has taken place since the 1970s. Indeed, the top decile income share in 2012 is equal to 50.4%, the highest ever since 1917 when the series start (Figure 1). has taken place since the 1970s.

Looking further ahead, based on the US historical record, falls in income concentration due to economic downturns are temporary unless drastic regulation and tax policy changes are

implemented and prevent income concentration from bouncing back. Such policy changes took place after the Great Depression during the New Deal and permanently reduced income concentration until the 1970s (Figures 2, 3). In contrast, recent downturns, such as the 2001 recession, lead to only very temporary drops in income concentration (Figures 2, 3).

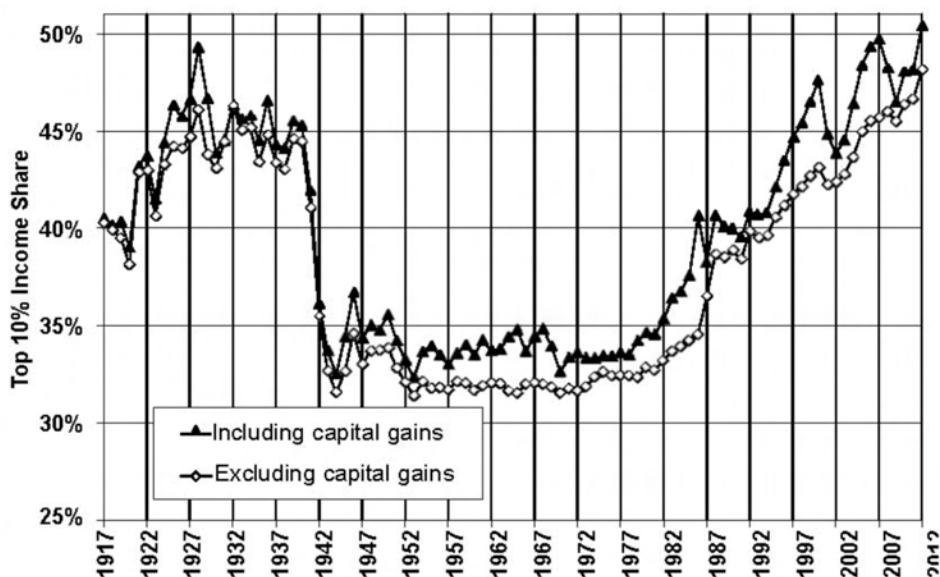
The policy changes that took place coming out of the Great Recession (financial regulation and top tax rate increase in 2013) are not negligible but they are modest relative to the policy changes that took place coming out of the Great Depression. Therefore, it seems unlikely that US income concentration will fall much in the coming years.

2. GREAT RECESSION 2007-2009

During the Great Recession, from 2007 to 2009, average real income per family declined dramatically by 17.4% (Table 1)², the largest two-year drop since the Great Depression. Average real income for the top percentile fell even faster (36.3 percent decline, Table 1), which lead to a decrease in the top percentile

2. This decline is much larger than the real official GDP decline of 3.1% from 2007-2009 for several reasons. First, our income measure includes realized capital gains while realized capital gains are not included in GDP. Our average real income measure excluding capital gains decreased by 10.8% (instead of 17.4%). Second, the total number of US families increased by 2.5% from 2007 to 2009 mechanically reducing income growth per family relative to aggregate income growth. Third, nominal GDP decreased by 0.6% while the total market nominal income aggregate we use (when excluding realized capital gains) decreased by 5.5%. This discrepancy is due to several factors: (a) nominal GDP decreased only by 0.4% while nominal National Income (conceptually closer to our measure) decreased by 2%. In net, income items included in National Income but excluded from our income measure grew over the 2007-2009 period. The main items are supplements to wages and salaries (mostly employer provided benefits), rental income of persons (which imputes rents for homeowners), and undistributed profits of corporations (see National Income by Type of Income, Table 1.12, <http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp>).

Figure 1: The top decile income share, 1917-2012.



Source: Table A1 and Table A3, col. P90-100.

Income is defined as market income (and excludes government transfers).

- In 2012, top decile includes all families with annual income above \$114,000.
- 2012 data based on preliminary statistics.

income share from 23.5 to 18.1 percent (Figure 2).

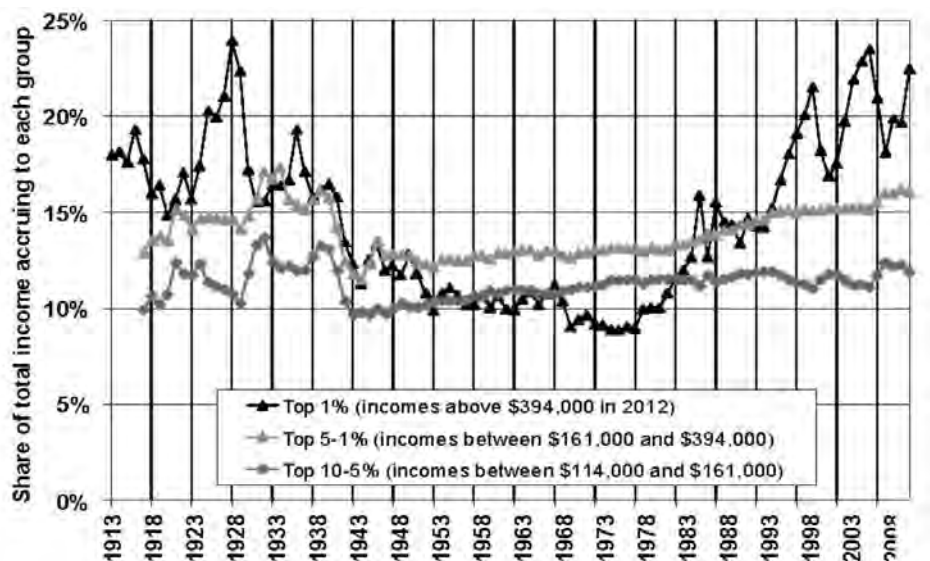
Average real income for the bottom 99% also fell sharply by 11.6%, also by far the largest two-year decline since the Great Depression. This drop of 11.6% more than erases the 6.8% income gain from 2002 to 2007 for the bottom 99%.

The fall in top decile income share from 2007 to 2009 is actually less than during the 2001 recession from 2000 to 2002, in part because the Great recession has hit bottom 99% incomes much harder than the 2001 recession (Table 1), and in part because upper incomes excluding realized capital gains have resisted relatively well during the Great Recession.

3. NEW FILING SEASON DISTRIBUTIONAL STATISTICS

Timely distributional statistics are central to enlighten the public policy debate. Distributional statistics used to estimate our series are produced by the Statistics of Income Division of the Internal Revenue Service (IRS). (<http://www.irs.gov/uac/Tax-Stats-2>). Those statistics are extremely high quality and final, but come with an almost 2-year lag (statistics for year 2011 incomes have just been published in the summer of year 2013). In 2012, the Statistics of Income division has started publishing filing season statistics by size of income at: (<http://www.irs.gov/uac/Filing-Season-Statistics>)

Figure 2: Decomposing the top decile US income share into 3 groups, 1913-2012.



Source: Table A3, cols. P90-95, P95-99, P99-100.

Income is defined as market income including capital gains.

- Top 1% denotes the top percentile (families with annual income above \$394,000 in 2012)
- Top 5-1% denotes the next 4% (families with annual income between \$161,000 and \$394,000 in 2012).
- Top 10-5% denotes the next 5% (bottom half of the top decile, families with annual income between \$114,000 and \$161,000 in 2012).

2012 data based on preliminary statistics.

These statistics can be used to project the distribution of incomes for the full-year. It is possible to project reliable full-year statistics by the middle of the following year when most of the returns filed before the regular April 15 deadline have been processed by IRS³. We have used filing season statistics for 2012 incomes to produce preliminary 2012 estimates. The projection

assumes that, in each income bracket, the fraction of tax returns processed by July 2013 for 2012 returns is the same as the fraction of tax returns processed by July 2012 for 2011 returns. Because 2012 statistics are based on a projection, they are preliminary and will be updated in January 2014 when more complete statistics for year 2012 become available.

3. Taxpayers who request a 6-month filing extension generally do not file until October 15. Their tax returns are therefore not processed by IRS until the month of November. A substantial fraction of very high income returns use the filing extension. Hence, estimates based on filing season statistics are not exactly equal to final statistics.

4. TEXT OF “STRIKING IT RICHER” UPDATED WITH 2012 ESTIMATES

The recent dramatic rise in income inequality in the United States is well documented. But we know less about which groups are winners and which are losers, or how this may have changed over time. Is most of the income growth being captured by an extremely small income elite? Or is a broader upper middle class profiting? And are capitalists or salaried managers and professionals the main winners? I explore these questions with a uniquely long-term historical view that allows me to place current developments in deeper context than is typically the case.

Efforts at analyzing long-term trends are often hampered by a lack of good data. In the United States, and most other countries, household income surveys virtually did not exist prior to 1960. The only data source consistently available on a long-run basis is tax data. The U.S. government has published detailed statistics on income reported for tax purposes since 1913, when the modern federal income tax started. These statistics report the number of taxpayers and their total income and tax liability for a large number of income brackets. Combining these data with population census data and aggregate income sources, one can estimate the share of total personal income accruing to various upper-income groups, such as the top 10 percent or top 1 percent.

We define income as the sum of all income components reported on tax returns (wages and salaries, pensions received, profits from businesses, capital income such as dividends, interest, or rents, and realized capital gains) before individual income taxes. We exclude

government transfers such as Social Security retirement benefits or unemployment compensation benefits from our income definition. Non-taxable fringe benefits such as employer provided health insurance is also excluded from our income definition. Therefore, our income measure is defined as cash market income before individual income taxes.

5. EVIDENCE ON U.S. TOP INCOME SHARES

Figure 1 presents the pre-tax income share of the top decile since 1917 in the United States. In 2012, the top decile includes all families with market income above \$114,000. The overall pattern of the top decile share over the century is U-shaped. The share of the top decile is around 45 percent from the mid-1920s to 1940. It declines substantially to just above 32.5 percent in four years during World War II and stays fairly stable around 33 percent until the 1970s. Such an abrupt decline, concentrated exactly during the war years, cannot easily be reconciled with slow technological changes and suggests instead that the shock of the war played a key and lasting role in shaping income concentration in the United States. After decades of stability in the post-war period, the top decile share has increased dramatically over the last twenty-five years and has now regained its pre-war level. Indeed, the top decile share in 2012 is equal to 50.4 percent, a level higher than any other year since 1917 and even surpasses 1928, the peak of stock market bubble in the “roaring” 1920s.

Figure 2 decomposes the top decile into the top percentile (families with income above \$394,000 in 2012) and the

next 4 percent (families with income between \$161,000 and \$394,000), and the bottom half of the top decile (families with income between \$114,000 and \$161,000). Interestingly, most of the fluctuations of the top decile are due to fluctuations within the top percentile. The drop in the next two groups during World War II is far less dramatic, and they recover from the WWII shock relatively quickly. Finally, their shares do not increase much during the recent decades. In contrast, the top percentile has gone through enormous fluctuations along the course of the twentieth century, from about 18 percent before WWI, to a peak to almost 24 percent in the late 1920s, to only about 9 percent during the 1960s-1970s, and back to almost 23.5 percent by 2007. Those at the very top of the income distribution therefore play a central role in the evolution of U.S. inequality over the course of the twentieth century.

The implications of these fluctuations at the very top can also be seen when we examine trends in real income growth per family between the top 1 percent and the bottom 99 percent in recent years as illustrated on Table 1. From 1993 to 2012, for example, average real incomes per family grew by only 17.9% over this 19 year period (implying an annual growth rate of 0.87%). However, if one excludes the top 1 percent, average real incomes of the bottom 99% grew only by 6.6% from 1993 to 2012 (implying an annual growth rate of 0.34%). Top 1 percent incomes grew by 86.1% from 1993 to 2012 (implying a 3.3% annual growth rate). This implies that top 1 percent incomes captured just over two-thirds of the overall economic growth of real incomes per family over the period 1993-2012.

The 1993–2012 period encompasses, however, a dramatic shift in how the bottom 99 percent of the income distribution fared. Table 1 next distinguishes between five sub- periods: (1) the 1993–2000 expansion of the Clinton administrations, (2) the 2000-2002 recession, (3) the 2002-2007 expansion of the Bush administrations, (4) the 2007-2009 Great Recession, (5) and 2009-2011, the first two years of recovery. During both expansions, the incomes of the top 1 percent grew extremely quickly by 98.7% and 61.8% respectively. However, while the bottom 99 percent of incomes grew at a solid pace of 20.3% from 1993 to 2000, these incomes grew only 6.8% percent from 2002 to 2007. As a result, in the economic expansion of 2002-2007, the top 1 percent captured two thirds of income growth. Those results may help explain the disconnect between the economic experiences of the public and the solid macroeconomic growth posted by the U.S. economy from 2002 to 2007. Those results may also help explain why the dramatic growth in top incomes during the Clinton administration did not generate much public outcry while there has been a great level of attention to top incomes in the press and in the public debate since 2005.

During both recessions, the top 1 percent incomes fell sharply, by 30.8% from 2000 to 2002, and by 36.3% from 2007 to 2009. The primary driver of the fall in top incomes during those recessions is the stock market crash which reduces dramatically realized capital gains, and, especially in the 2000-2002 period, the value of executive stock-options. However, bottom 99 percent incomes fell by 11.6% from 2007 to 2009 while they fell only by 6.5 percent from 2000 to 2002. Therefore,

Table 1. Real income growth by groups				
	Average Income Real Growth	Top 1% Incomes	Bottom 99%Incomes	Fraction of total growth (or loss) captured by top
	(1)	(2)	(3)	(4)
Full period 1993-2012	17.9%	86.1%	6.6%	68%
Clinton Expansion 1993-2000	31.5%	98.7%	20.3%	45%
2001 Recession 2000-2002	-11.7%	-30.8%	-6.5%	57%
Bush Expansion 2002-2007	16.1%	61.8%	6.8%	65%
Great Recession 2007-2009	-17.4%	-36.3%	-11.6%	49%
Recovery 2009-2012	6.0%	31.4%	0.4%	95%

Source: Piketty and Saez (2003), series updated to 2012 in August 2013 using IRS preliminary tax statistics for 2012. Computations based on family market income including realized capital gains (before individual taxes).

Incomes exclude government transfers (such as unemployment insurance and social security) and non-taxable fringe benefits. Incomes are deflated using the Consumer Price Index.

Column (4) reports the fraction of total real family income growth (or loss) captured by the top 1%. For example, from 2002 to 2007, average real family incomes grew by 16.1% but 65% of that growth accrued to the top 1% while only 35% of that growth accrued to the bottom 99% of US families.

the top 1 percent absorbed a larger fraction of losses in the 2000-2002 recession (57%) than in the Great recession (49%). The 11.6 percent fall in bottom 99 percent incomes is the largest fall on record in any two year period since the Great Depression of 1929-1933.

From 2009 to 2012, average real income per family grew modestly by 6.0% (Table 1) but the gains were very uneven. Top 1% incomes grew by 31.4% while bottom 99% incomes grew only by 0.4%. Hence, the top 1% captured 95%

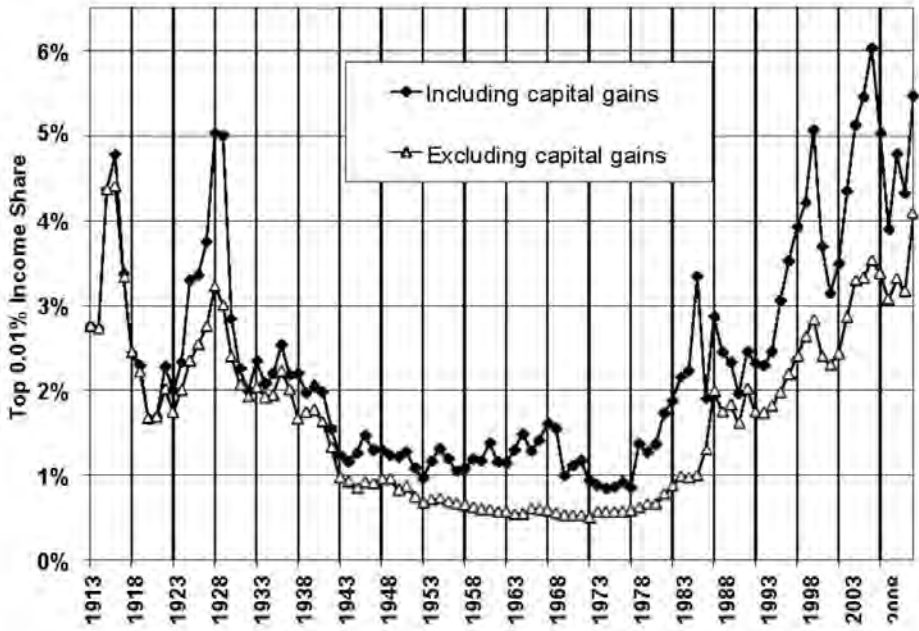
of the income gains in the first two years of the recovery. From 2009 to 2010, top 1% grew fast and then stagnated from 2010 to 2011.

Bottom 99% stagnated both from 2009 to 2010 and from 2010 to 2011. Preliminary statistics for year 2012 show that top 1% incomes increased sharply from 2011 to 2012 while bottom 99% incomes grew only modestly⁴

The top percentile share declined during WWI, recovered during the 1920s boom, and declined again during the great

4. The exact percentage 95% is sensitive to measurement error, especially the growth in the total number of families from 2009 to 2012, estimated from the Current Population Survey. However, the conclusion that most of the gains from economic growth was captured by the top 1% is not in doubt.

Figure 3: The top 0.01% income share, 1913-2012.



Source: Table A1 and Table A3, col. P99.99-100.

Income is defined as market income including (or excluding) capital gains.

- In 2012, top .01% includes the 16,068 top families with annual income above \$10,250,000.
- 2012 data based on preliminary statistics.

depression and WWII. This very specific timing, together with the fact that very high incomes account for a disproportionate share of the total decline in inequality, strongly suggests that the shocks incurred by capital owners during 1914 to 1945 (depression and wars) played a key role⁵. Indeed, from 1913 and up to the 1970s, very top incomes were mostly composed of capital income (mostly dividend income) and to a smaller extent business

income, the wage income share being very modest. Therefore, the large decline of top incomes observed during the 1914-1960 period is predominantly a capital income phenomenon.

Interestingly, the income composition pattern at the very top has changed considerably over the century. The share of wage and salary income has increased sharply from the 1920s to the present, and especially since the 1970s. Therefore, a

5. The negative effect of the wars on top incomes can be explained in part by the large tax increases enacted to finance the wars. During both wars, the corporate income tax was drastically increased and this reduced mechanically the distributions to stockholders.

significant fraction of the surge in top incomes since 1970 is due to an explosion of top wages and salaries. Indeed, estimates based purely on wages and salaries show that the share of total wages and salaries earned by the top 1 percent wage income earners has jumped from 5.1 percent in 1970 to 12.4 percent in 2007⁶.

Evidence based on the wealth distribution is consistent with those facts. Estimates of wealth concentration, measured by the share of total wealth accruing to top 1 percent wealth holders, constructed by Wojciech Kopczuk and myself from estate tax returns for the 1916-2000 period in the United States show a precipitous decline in the first part of the century with only fairly modest increases in recent decades. The evidence suggests that top incomes earners today are not “rentiers” deriving their incomes from past wealth but rather are “working rich,” highly paid employees or new entrepreneurs who have not yet accumulated fortunes comparable to those accumulated during the Gilded

Age⁷. Such a pattern might not last for very long. The drastic cuts of the federal tax on large estates could certainly accelerate the path toward the reconstitution of the great wealth concentration that existed in the U.S. economy before the Great Depression.

The labor market has been creating much more inequality over the last thirty years, with the very top earners capturing a large fraction of macroeconomic productivity gains. A number of factors may help explain this increase in inequality, not only underlying technological changes but also the retreat of institutions developed during the New Deal and World War II - such as progressive tax policies, powerful unions, corporate provision of health and retirement benefits, and changing social norms regarding pay inequality. We need to decide as a society whether this increase in income inequality is efficient and acceptable and, if not, what mix of institutional and tax reforms should be developed to counter it.

6. Interestingly, this dramatic increase in top wage incomes has not been mitigated by an increase in mobility at the top of the wage distribution. As Wojciech Kopczuk, myself, and Jae Song have shown in a separate paper, the probability of staying in the top 1 percent wage income group from one year to the next has remained remarkably stable since the 1970s.

7. In United States history, the Gilded Age, coined by writers Mark Twain and Charles Dudley Warner in *The Gilded Age: A Tale of Today* (1873), is a period spanning approximately the 1870s to the turn of the twentieth century. Gilded Age was an era of economic growth, especially in the North and West with an increase of industrialisation that attracted millions of immigrants from Europe (Ndr).

Suggested citation

Emmanuel Saez, “Striking it richer: the evolution of top incomes in the United States”, *real-world economics review*, issue no. 65, 27 September 2013, pp. 120-129, <http://www.paecon.net/PAERreview/issue65/Saez65.pdf>

Author contact: saez@econ.berkeley.edu

RECENSIONI

 COSTAS LAPAVITSAS

Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All

London: Verso, 2013, pp. 352. Isbn 9781781681411

Questo è un libro assai ambizioso perchè mira a spiegare tanto il perchè e il come dell'ascesa della finanza negli ultimi decenni quanto il modo in cui il capitale finanziario riesce a sfruttare il popolo lavoratore sovrapponendosi al capitale industriale. A questo aggiunge trattazioni, disseminate un po' ovunque, sul funzionamento della finanza e del credito, e sulla genesi e la fenomenologia della grande crisi esplosa nel 2007-2008, accompagnate da numerosissimi riferimenti alla letteratura contemporanea, soprattutto marxista e postkeynesiana, alla tradizione dell'economia politica marxista, agli economisti classici e, principalmente, a Marx.

Lucrezio ha osservato che, mentre da svegli abbiamo tutti quanti un medesimo mondo in comune, nel sonno ciascuno ha il suo individuale. E così è per la *financialization*: ciascuno sembra averne una sua definizione speciale – ne avro lette almeno una decina. Lapavitsas si concentra su quella che lui chiama “financial expropriation” ovvero la crescente dipendenza dei profitti delle banche e di altre aziende creditizio-finanziarie dagli interessi ricavati dai prestiti concessi ai lavoratori salariati. Secondo Lapavitsas, l'interesse estorto ai lavoratori costituisce per il capitale un reddito da sfruttamento *nella circolazione* che si aggiunge al plusvalore creato nella produzione. Questo tipo di profitto ha sostituito in buona misura l'interesse pagato sui presti-

ti concessi ai capitalisti perchè le grandi corporation industriali sono andate via via dipendendo sempre meno dal credito avendo conseguito altissimi livelli di autofinanziamento degli investimenti per mezzo dei propri profitti, e, anzi, sono diventate esse stesse, entro certi limiti, entità finanziarie. I prestiti ai lavoratori sono quindi diventati il principale campo sostitutivo rimasto per la continuazione dell'attività tipica creditizia.

Purtroppo questa teoria non spiega come mai dagli anni '80 il settore finanziario sia così tanto cresciuto in rapporto al resto dell'economia, considerando che le banche commerciali costituiscono una quota decrescente del settore finanziario che non è certo alimentato da capitali monetari provenienti dai salari. Tanto meno spiega perchè i lavoratori salariati debbano essere così collaborativi con le banche da offrirsi come rimpiazzo dei prestiti un tempo concessi ai grandi capitalisti. È vero che al proposito esiste la teoria secondo la quale l'indebitamento dei lavoratori ha funzionato come surrogato di redditi da lavoro in declino; tuttavia *i)* questo è vero solo per alcuni paesi, ad es. gli Stati Uniti, e *ii)* soprattutto per alcuni strati dei redditi da lavoro e per il finanziamento di pagamenti di servizi con costi in grandissimo aumento (sanità, istruzione). Oltre a questo, non si capisce perchè le banche, prestando denaro ai lavoratori, si trasformino improvvisa-

mente in predoni. Per loro è un investimento di capitale come un altro, il cui guadagno è determinato dal saggio d'interesse, che ha ormai toccato i minimi storici dopo un tendenziale calo dall'inizio degli anni '80 e che non è certo regolabile a piacimento dalle banche.

Il settore finanziario americano (l'80% della finanza mondiale) è aumentato enormemente in termini assoluti e relativi: il suo valore aggiunto rispetto al reddito nazionale è aumentato dal 2.4% all'8.3% e i profitti lordi rispetto al totale del settore corporate sono cresciuti dal 5.4% al 14.5% nel periodo 1947-2013 – aumenti quasi interamente compresi negli ultimi trent'anni. Tuttavia, in *Profiting Without Producing* si cercherebbe invano una spiegazione di questo fenomeno. Gli stessi *capital gains* e i profitti speculativi in generale sono trattati come se fossero un qualcosa di accessorio, nè ci si chiede come e donde venga il surplus di capitale monetario entrato nel circuito finanziario, e senza il quale la finanza sarebbe ancora al livello del dopoguerra. Si ha come l'idea che molti capitalisti abbiano deciso di mettere nella finanza i propri capitali a causa del guadagno relativamente più elevato che si prospetta. Ma questa visione dettata dal senso comune non ha alcuna base. Affinchè i rendimenti siano più elevati occorre che un boom speculativo sia *già in corso*; e in ogni caso le società non finanziarie non possono trasformarsi in brokers, banche di investimento, finanziarie, etc. e quindi non possono lucrare gli stessi profitti, in quantità e tipologia, di costoro; il loro modo di influenzare il mercato azionario è completamente diverso.

Anche la trattazione dei derivati è insoddisfacente. Malgrado la vasta bibliografia, manca il riferimento alla principale opera recente sull'argomento, *Speculative Capital* di Nasser Saber; ma ancor di più, non si

trova una definizione logicamente valida dei derivati, concepiti in maniera abbastanza convenzionale senza percepirne la natura intrinseca di indebitamento aleatorio, e nemmeno una loro connessione con il processo di generale indebitamento e con l'espansione del capitale impiegato speculativamente.

Una certa parte del libro è occupata dal credito, ma senza nulla di nuovo rispetto ad altri lavori del passato, ad es. *Political Economy of Money and Finance* (1999), scritto con Makoto Itoh. Lapavistas si preoccupa molto di asserire i legami fra la teoria marxiana e quella postkeynesiana del credito, che consisterebbero nel fatto che, contrariamente alla teoria neoclassica, marxisti e postkeynesiani enfatizzano molto il fatto che il denaro bancario viene emesso dal nulla dalle banche nell'atto di creare depositi contro prestiti (loans), e che questo processo non implica la preesistenza di depositi presso il sistema bancario, il quale anzi concede *prima* i loans, creando depositi, e *poi* si rifornisce di riserve presso la banca centrale. Questa sequenza è ossessivamente ripetuta dai postkeynesiani ogni due per tre, come se la faccenda avesse un'importanza determinante. Sembra quasi che l'esistenza dei depositi sia qualcosa di irrilevante per le banche, come se la creazione di denaro creditizio fosse equiparabile all'emissione di denaro statale a corso forzoso. Senza depositi le singole banche non avrebbero riserve e non potrebbero creare prestiti perchè ogni loan creato immediatamente prende la via di altre banche ossia implica un trasferimento di riserve da una banca a un'altra, in altre parole implica la circolazione monetaria.

Oltre ad enfatizzare il processo loans-depositi-riserve, Lapavistas spesso tratta i fondi – ad es. i fondi di ammortamento – accumulati presso le aziende produttive

come fondi prestabili che vanno a costituire la base del credito. Tuttavia non si capisce come questo si accordi con l'idea precedente circa l'indipendenza dei loan dai depositi. E meno ancora si capisce come in ciò entri il credito commerciale, ossia il credito che i capitalisti commerciali e produttivi si concedono reciprocamente, visto che la sua forma tradizionale, l'effetto scontabile, è praticamente sparita lasciando il posto ad altre forme, e visto che le aziende produttive possono ottenere direttamente dalle banche prestiti creati ex-nihilo oppure piazzare obbligazioni a breve nel money market che è sempre più esteso.

Il lettore è ovviamente molto ansioso di conoscere la spiegazione che *Profiting Without Producing* offre della grande crisi dei nostri tempi. Anche qui si genera delusione; forse perchè si accorda con la sua teoria della finanza predatoria, Lapavitsas offre una spiegazione centrata sui subprime, trascurando il fatto che il crollo dei subprime è stato solo il detonatore della crisi, che in realtà è consistita nella diffusione dell'insolvenza dei subprime a tutto il sistema finanziario grazie al gigantesco indebitamento esistente. Di possibili candidati alla funzione d'innescò ne esistevano, e ne esistono tuttora, moltissimi altri e tutti gagliardi, circostanza che fa della prevalenza dell'uno o dell'altro qualcosa di relativamente casuale.

Un capitolo del libro è naturalmente dedicato alla crisi dell'eurozona, della quale Lapavitsas ci offre una teoria corrispondente alla sua proposta di "uscita ordinata" dall'euro, già esposta nel suo volume *Crisis in the Eurozone* (2012) e in articoli vari anche sul *Financial Times*. L'euro è intrinsecamente contraddittorio e quindi

instabile perchè le singole nazioni non possono scontare i differenziali nei costi unitari di produzione – riassunti nel costo nominale del lavoro per unità di prodotto – attraverso svalutazioni delle loro divise. Questo produce uno squilibrio crescente nelle bilance dei pagamenti e, vista la natura dell'euro che non ha uno stato da cui esso emana, la potenziale insolvenza degli stati.

Tuttavia gli squilibri nei trasferimenti monetari fra paesi dell'eurozona si sono materializzati *dopo* lo scoppio della crisi e non per effetto delle bilance commerciali ma come violenti e improvvisi grossissimi movimenti di capitali che fuggivano dai titoli dei cosiddetti Piigs per andare verso la Germania e gli Stati Uniti. Movimenti decine di volte maggiori che non quelli dovuti ai meri disavanzi commerciali che dal 1999 al 2008 non avevano destato alcuna preoccupazione nè spostato minimamente gli spread dallo zero.

Qui si sono naturalmente sottolineati alcuni punti critici che sembrano piuttosto importanti. Ma questo ha scarsa importanza perchè, in ogni caso, questa più recente fatica di Costas Lapavitsas è un meraviglioso alimento per il pensiero che merita al cento per cento di essere attentamente ponderata. Il suo autore va ringraziato e lodato per fornirci una così notevole mole di materiale di prima scelta, completato da un fenomenale repertorio di rassegne teoriche e indicazioni bibliografiche, indispensabile a tutti quelli che desiderano cercare di penetrare la dinamica e la fisiologia del capitalismo in questa nostra ardua fase storica, oltrepassando gli ostacoli che la vile propaganda e le contraffatte spiegazioni degli economisti boxeur a pagamento di lor signori ammanniscono vieppiù instancabilmente ma con efficacia rapidamente tendente a zero.

Paolo Giussani

SITI WEB DI INTERESSE

(elenco in continuo ampliamento)

GENERALI

Marchandise.

Eccezionale punto di partenza dotato di link a una quantità inverosimile di siti:
hussonet.free.fr/ecocriti.htm

Countdown

www.countdowninfo.net/

STATISTICHE

USA

US Bureau of Economic Analysis

www.bea.gov/

US Bureau of Labor Statistics

www.bls.gov/

Federal Reserve

www.federalreserve.gov/research.stlouisfed.org/fred2/

UNIONE EUROPEA

Eurostat

ec.europa.eu/eurostat

European Central Bank

www.ecb.europa.eu/

Ameco Database

ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm

ECONOMISTI

Michel Husson
hussonet.free.fr/

Anwar Shaikh
sites.google.com/a/newschool.edu/anwar-shaikh/

Emmanuel Saez
elsa.berkeley.edu/~saez/

Andrew Kliman
akliman.squarespace.com/

Guglielmo Carchedi
marx2010.weebly.com/

Michael Roberts
thenextrecession.wordpress.com/

Claudio Katz
katz.lahaine.org/

RICERCA

Economic Policy Institute
www.epi.org/
www.stateofworkingamerica.org/

Research on Money and Finance
www.researchonmoneyandfinance.org/

Scepa
www.economicpolicyresearch.org/

Peri
www.peri.umass.edu/

Cepal
www.eclac.cl/

COUNTDOWN I
LUGLIO 2014

INDICE

Presentazione	I
La prima grande depressione del XXI° secolo <i>Anwar Shaikh</i>	3
L'euro e la crisi dell'eurozona <i>Paolo Giussani</i>	23
Diverse teorie marxiste sulla crisi e diverse interpretazioni della crisi attuale <i>Francisco Paulo Cipolla</i>	65
I derivati e il mercato capitalistico: il cuore speculativo del capitale <i>Tony Norfield</i>	93
Striking it richer: the evolution of top incomes in the United States <i>Emmanuel Saez</i>	117

RECENSIONI

<i>Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All</i> COSTAS LAPAVITSAS	129
--	-----

SITOLOGIA

SITI WEB DI INTERESSE:

GENERALI - STATISTICHE - ECONOMISTI - RICERCA

FINITO DI STAMPARE NEL LUGLIO 2014
LA GRAFICA NUOVA — TORINO



*Ora molti attendono, curiosi di scoprire in quale punto,
fra i molti papabili, avrà luogo l'innescò del secondo sisma
e soprattutto quali saranno allora i limiti delle possibilità
di intervento dei governi, le loro conseguenze e le reazioni
più generali della società.*

*Nell'avanzante caos, le teorie economiche dominanti
e le analisi da esse tratte hanno perso ogni residuo
prestigio, dimostrando, in maniera ancor più spettacolare
del passato, di essere solo giustificazioni ideologiche
dello stato di cose esistente, precarie e irrazionali
al suo stesso modo, e, ancor più, null'altro che volgari
coperture degli interessi degli agenti del capitale,
gli pseudopadroni del mondo senza il cui immondo
permesso i lavoratori e la gente comune non possono
campare, ma di cui hanno tanto bisogno quanto
di una dose quotidiana di arsenico.*

(dalla Presentazione)

ISBN

978-88-97206-20-0



9 788897 206200

www.colibriedizioni.it

EURO 10,00

Per l'Italia COUNTDOWN può essere richiesto direttamente all'editore inviando sul conto corrente postale n. 28556207 (intestato a: Colibrì, Via Coti Zelati 49, 20037 Paderno Dugnano - Mi) l'importo di 10 euro + 6 per spese di spedizione.

Per ordini di 20 euro o superiori non verranno aggiunte spese di spedizione.

mail: colibri2000@libero.it