

Finanza e Produzione

[Materiale preparatorio. 15 Marzo 2015]

Paolo Giussani

Accorgendosi che il saggio e la quota di accumulazione delle corporation non finanziarie (NFC) tendono a calare da molto tempo malgrado il saggio del profitto netto non diminuisca più ed abbia anzi in parte recuperato il declino dei primi trent'anni del dopoguerra, e sentendo infine il bisogno di spiegare il fenomeno taluni hanno tirato fuori l'idea che il saggio del profitto è ancora *basso*, non in assoluto ma questa volta *relativamente*, vale a dire che l'accumulazione in capitale produttivo ristagna perché i capitali «vengono trasferiti dalle NFC verso il settore finanziario dove il saggio del profitto è *superiore*». Vale qui quello che diceva il grande Boltzmann della filosofia del vescovo Berkeley: «È inutile cercare di confutarla. Domandate piuttosto ai suoi sostenitori di spiegarvi cosa esattamente intendono dire e vedrete che andrà in pezzi da sé».

Il primo problema concerne il preciso contenuto dell'affermazione «il saggio del profitto è più alto (o più basso) nella finanza». Il secondo, cosa esattamente voglia dire che «il capitale viene trasferito nella finanza». *Last but not least*, segue il cercare di capire che cosa succede per davvero.

Dovendo fornire la misura del grado di autovalorizzazione del capitale anticipato il saggio del profitto nei settori produttivi ha un contenuto del tutto definito e univoco. Anzi, è

definito e univoco *solo* per i settori produttivi e per l'insieme della società, che altro non è che l'aggregato dei settori produttivi. Per il resto, cioè per la *circolazione* del capitale, il saggio del profitto per estensione ha la stessa forma di quello della sfera produttiva anche se il capitale anticipato nella circolazione non fa parte del capitale sociale dato che, per definizione, non si autovalorizza. Solo che la circolazione è composta da parecchie cose assai fra loro differenti. Nel caso del capitale commerciale il saggio del profitto ha la stessa forma del capitale produttivo poiché il capitale commerciale possiede gli stessi elementi del capitale produttivo, cioè capitale fisso e circolante, anche se il concetto di produttività del lavoro ha un senso molto scarso nella circolazione commerciale. Ma è giungendo al capitale bancario e a quello che viene chiamato il settore finanziario che le cose cambiano veramente.

Il capitale di una banca non ha la stessa forma del capitale di un'azienda produttiva dato che è per la massima parte composto da capitale fittizio che funge da duplicato del capitale investito nel settore produttivo¹, e questa circostanza impedisce di definire un saggio del profitto del capitale bancario omogeneo e confrontabile a quello del capitale produttivo o commerciale. Anzi impedisce in generale di definire per il capitale bancario un saggio del profitto che abbia una forma coerente e univoca. Dal momento che il capitale di una banca o di una finanziaria di qualsivoglia tipo è soprattutto composto di titoli non può esistere per questo capitale una vera rotazione e perciò non si può sapere quale sia lo stock di capitale anticipato. Naturalmente, anche i settori bancario e finanziario sono dotati di capitale fisso e di capitale anticipato in forza-lavoro, e su questo capitale si può calcolare un saggio del profitto come si fa per il resto dell'economia, ma è evidente che il confronto con la sfera produttiva e commerciale ha un significato molto limitato.

Il confronto ha un contenuto scarso anche sotto l'aspetto pratico. Intendo dire che la formazione tendenziale di un saggio del profitto uniforme attraverso le varie industrie merceologiche trova una barriera per quanto riguarda il passaggio fra il capitale produttivo e commerciale e il capitale bancario. Il trasferimento di capitale fra i settori è un processo relativamente lento che incontra l'ostacolo maggiore nell'esistenza del capitale fisso, che viene consumato gradualmente mentre i profitti e gli ammortamenti vengono reinvestiti altrove. Ma, paradossalmente, proprio perché nel settore creditizio il capitale fisso ha un'importanza relativamente scarsa rispetto al capitale fittizio che è essenziale al business, il trasferimento di capitale fra la sfera produttiva e quella creditizia risulta molto più problematico. Mentre è immaginabile il processo di trasferimento del capitale, poniamo, dall'industria alimentare verso quella dell'abbigliamento o viceversa, la stessa cosa è molto più ardua verso l'industria bancaria. Non è sufficiente qui mettere in piedi l'apparato dei mezzi di produzione necessari (uffici, computer, telefoni etc.) e della corrispondente forza-lavoro, bisogna anche avere in partenza un notevole ammontare di capitale fittizio e di capitale monetario già *accumulati*, vale a dire di rapporti con il capitale produttivo e commerciale già estesi e consolidati, impresa che per dei capitali che provengono dall'esterno del business è difficilmente immaginabile.

Naturalmente non vi è nulla che impedisca ad aziende produttive o commerciali di ingaggiare impieghi speculativi e creditizi di capitale, come trading in azioni, acquisti di obbligazioni, speculazioni mediante derivati e via cantando, tutt'altro. Però queste attività *non fanno* delle NFC delle società finanziarie, né danno vita ad una sfera separata o comunque distinguibile nell'attività generale delle NFC con un suo particolare saggio del profitto, confrontabile con quello generale del settore o dell'azienda. La circostanza che un certo numero di grosse corporation non finanziarie abbia creato sussidiarie o consociate

finanziarie sotto varie forme dimostra esattamente che le NFC non possono diventare società finanziarie altrimenti questa necessità non sarebbe stata avvertita. Una volta operative le consociate finanziarie delle NFC agiscono come capitali indipendenti e non come semplici bracci o dipartimenti delle NFC, che a loro volta continuano a gestire il proprio capitale monetario in forma autonoma.

Se il credito ha origine dalle differenze nei tempi di rotazione del capitale nei diversi rami della produzione industriale, differenze che generano di continuo capitale monetario latente formato dall'accumulazione di profitti realizzati e fondi di deprezzamento, è del tutto naturale che le aziende produttive abbiano un costante attività finanziaria collaterale che viene intermediata dai capitali funzionanti nel credito e nella finanza. Il capitale monetario latente generato nei rami industriali serve come base tanto per l'attività di sconto delle banche quanto per il credito obbligazionario a lungo termine che normalmente vale a finanziare una quota dell'accumulazione di capitale fisso. Considerando che negli ultimi trent'anni l'accumulazione netta di capitale fisso da parte delle NFC è costantemente diminuita rispetto ai profitti netti realizzati è evidente che, se si è avuta un'espansione di credito obbligazionario netto da parte dell'insieme delle NFC, questa è stata verso le corporation finanziarie (FC), l'estero o altro, come le households.

Nell'idea generale che «nella finanza il saggio del profitto è più elevato», qualcuno ha tirato fuori anche l'idea che a un certo punto le NFC si siano convertite in parte in capitali che operano nella speculazione ossia nella ricerca di profitti speculativi derivati dai movimenti dei prezzi del capitale fittizio (soprattutto azioni) e di altre merci non riproducibili (terreni, proprietà). A parte la constatazione che la legge in generale impedisce alle corporation di uscire dalla propria linea di business, constatazione che si

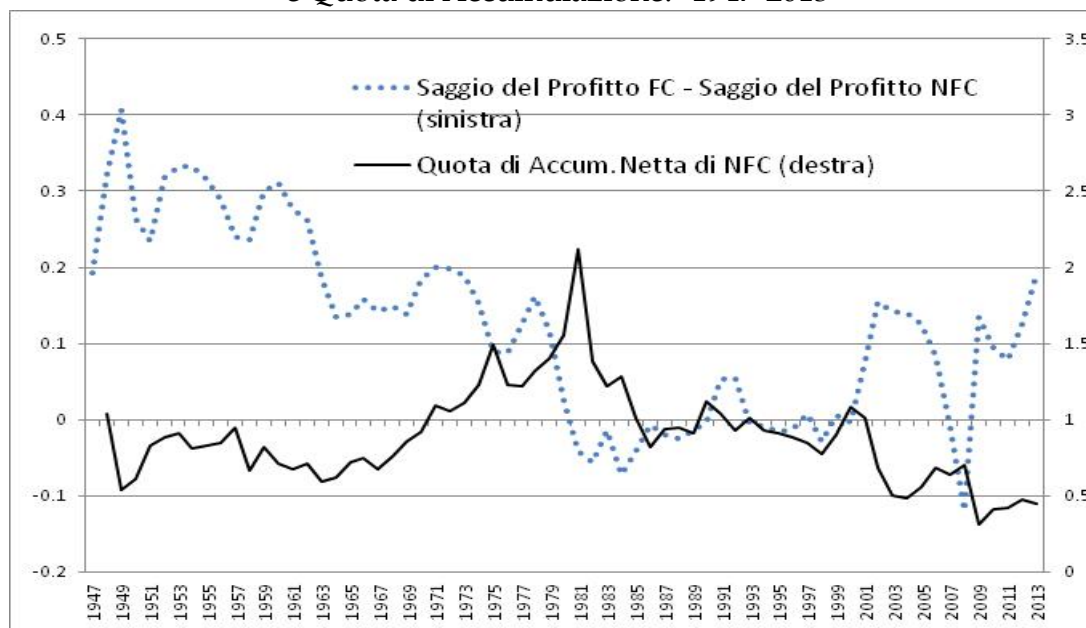
potrebbe considerare anche come scarsamente rilevante in pratica, bisogna comunque osservare che le NFC non possono diventare FC senza dotarsi della struttura necessaria, e che, quindi, è molto più razionale dal loro punto di vista commissionare l'eventuale gestione speculativa del proprio capitale monetario latente al financial business (banche di investimento, holding companies, fondi etc.). Ma se è così, tutti i profitti derivanti dall'impiego creditizio e speculativo del capitale monetario delle NFC sono da considerare come meri profitti aggiuntivi a quelli realizzati con la produzione di merci e non come profitti che fanno parte di un differente e superiore saggio del profitto, cosa che invece implicherebbe che le NFC si siano duplicate per partenogenesi in FC dotate di un saggio del profitto distinto da quello usuale.

2. Saggi del profitto

a. Classico

Se si vuole, si può confrontare il saggio netto del profitto delle NFC con quello delle FC, e da questo confronto osservare se sussiste qualche correlazione con il declino tendenziale della quota di accumulazione netta dagli anni '80 in poi. La teoria secondo cui la differenza positiva fra il saggio del profitto "nella finanza" e il saggio del profitto nel resto spiega la diminuzione della quota di profitti reinvestiti dovrebbe verificare una correlazione fra l'accrescimento di questa differenza e il calo della quota di accumulazione.

Figura 1. US. Differenza fra saggio del profitto di FC e di NFC e Quota di Accumulazione.² 1947-2013

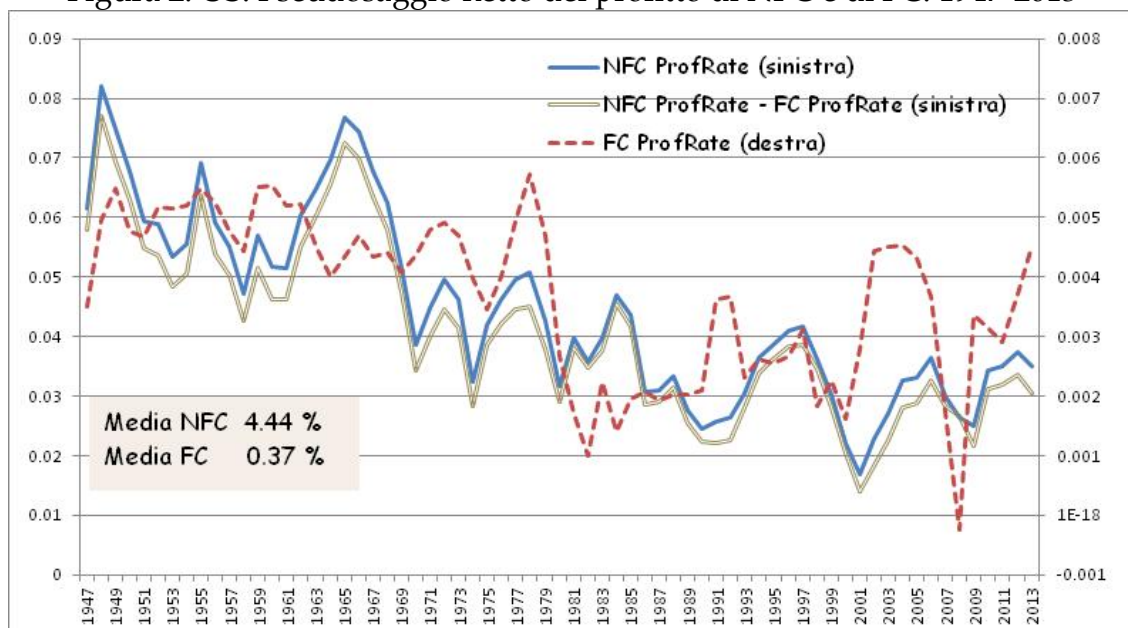


Dalla Figura 1 si osserva che per tutta la prima parte del dopoguerra la differenza fra il saggio del profitto delle FC e delle NFC americane è stata positiva anche se declinante; ciononostante non solo non si è osservata nessuna diminuzione della quota di accumulazione delle NFC ma questa è aumentata più o meno costantemente fino al suo massimo toccato all'inizio degli anni '80, che è anche uno dei massimi storici. Il successivo calo della quota di accumulazione fino alla fine degli anni '90 ha luogo mentre la differenza fra i due saggi del profitto si mantiene fondamentalmente nulla. L'unico periodo in cui il rapporto fra i due movimenti - calo della quota di accumulazione associato a una differenza positiva fra i due saggi del profitto - si mantiene quello ipotizzato è dal 2000 in poi, anche se non completamente poiché l'andamento nel 2007 e 2008 contraddice quello dei restanti anni dell'intervallo. In generale, osservando tutto il periodo dalla fine della guerra ad oggi, la correlazione preventivata dalla teoria "nella finanza di guadagna di più" non solo è assente, ma è per lo più l'opposta di quella che essa si attenderebbe.

b. *Pseudosaggio del profitto*

Si può naturalmente modificare il saggio del profitto aggiungendo al capitale fisso anticipato, ossia al denominatore, anche il capitale fittizio accumulato dalle NFC e dalle FC. In questo modo si metterebbe in piedi un saggio del profitto completamente fasullo dal punto di vista della valorizzazione del capitale sociale perché basato su di una duplicazione del capitale come se questo potesse esistere due volte, ma otterremmo forse qualche indicazione circa i rapporti fra le redditività del settore finanziario e di quello chiamato reale, o per meglio dire fra le redditività *apparenti* dei due settori. L'andamento dei due saggi del profitto (NFC e FC) così modificati è visibile nella Figura 2, da cui si evince che fra i due non esiste alcun rapporto. L'andamento di lungo periodo ha qualche somiglianza ma i due livelli non hanno nessuna relazione l'uno con l'altro, visto che in media lo pseudosaggio del profitto di NFC è di un ordine di grandezza di circa dodici volte quello di FC. Questo fatto è del tutto logico perché le FC, commerciando in capitale fittizio come uno dei loro specifici business, devono avere una dotazione di asset finanziari enormemente maggiore di quella delle NFC e quindi un denominatore del loro pseudosaggio del profitto incomparabilmente più grande.

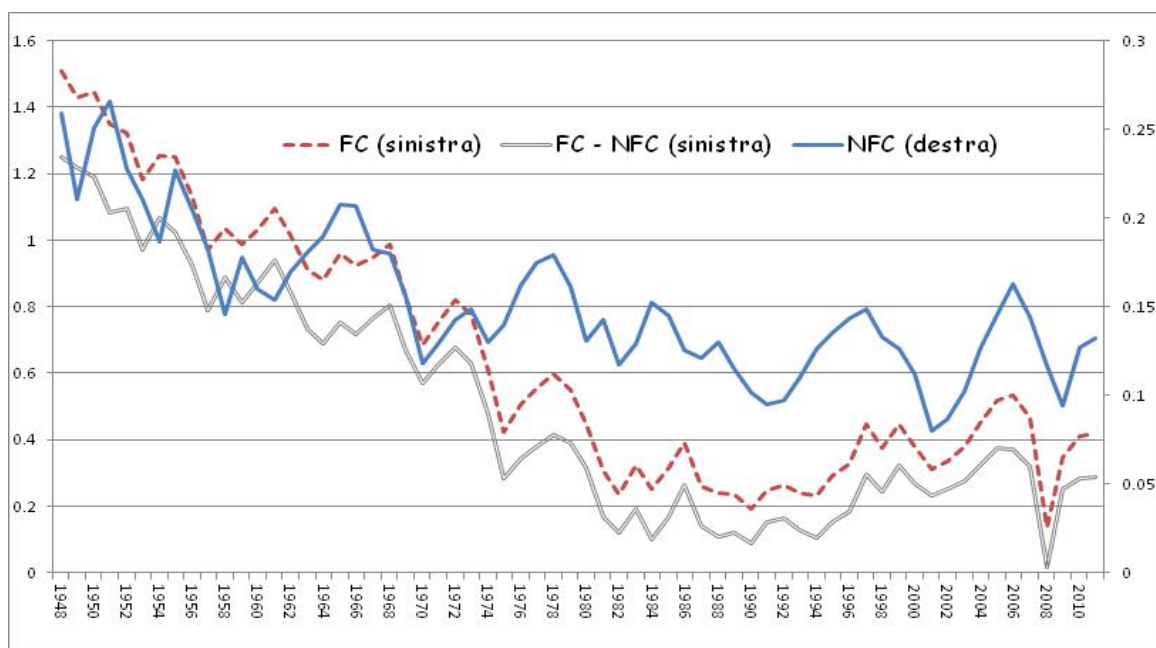
Figura 2. US. Pseudosaggio netto del profitto di NFC e di FC. 1947-2013



c. Capital Gains

I saggi del profitto nelle Figure 1 e 2 mancano al numeratore dei capital gains ossia dei profitti speculativi lucrati sfruttando la differenza di prezzo dei titoli soprattutto le azioni, dal che molti potrebbero argomentare che è assente proprio l'elemento che caratterizza il passaggio dall'accumulazione produttiva all'accumulazione di titoli finanziari ovvero di capitale fittizio. Aggiungendo i profitti speculativi otteniamo due ulteriori tipi di saggio del profitto. Il primo, che possiamo chiamare saggio *aumentato* del profitto, in cui ai profitti netti si sommano i profitti speculativi mantenendo al denominatore lo stock netto di capitale fisso; e il secondo in cui al numeratore si ha come sopra la somma di profitti e profitti speculativi e al denominatore la somma di capitale fisso e asset finanziari come nello pseudosaggio della Figura 2.

Figura 3. US. Saggio aumentato del profitto di NFC e di FC.



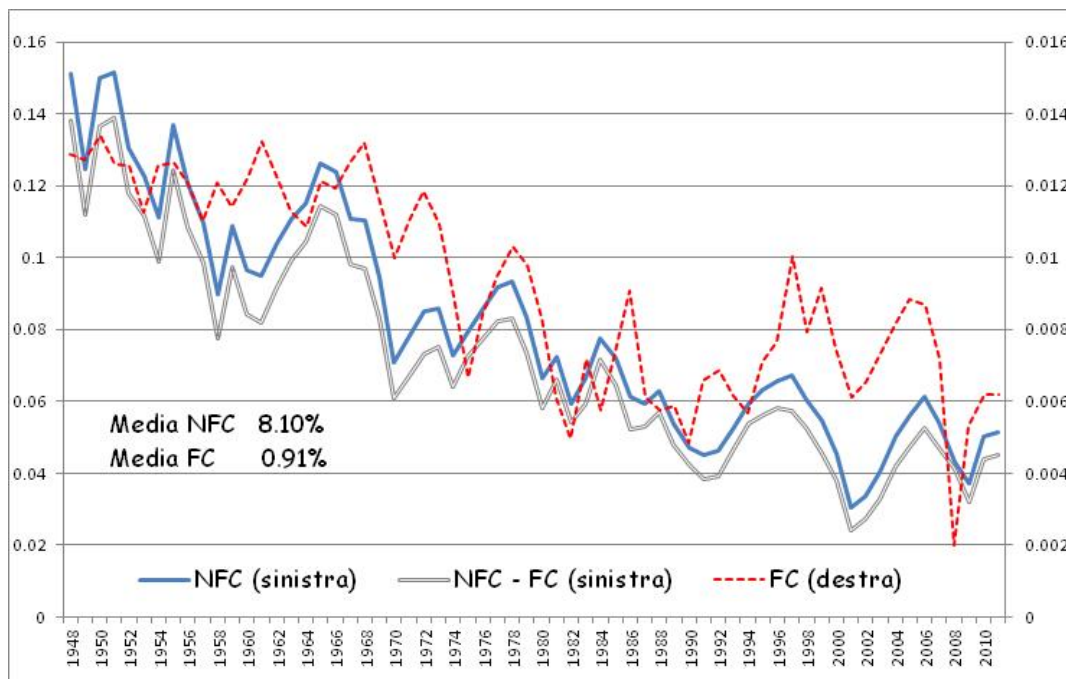
Neppure i due saggi aumentati mostrano un qualche rapporto fra loro. Dalla Figura 3 si vede che l'andamento è in qualche modo analogo a quello dei due saggi classici della Figura 1. La differenza fra il saggio aumentato di FC e quello di NFC è molto grossa nella prima parte del periodo e va calando fino agli anni '80 per poi stabilizzarsi. Ma nella prima parte del dopoguerra non c'è nessuna apparante tendenza alla finanziarizzazione del settore delle NFC che appare solo nella seconda parte, del tutto contrariamente alle attese della teoria per cui la finanziarizzazione sarebbe un prodotto del differenziale dei saggi del profitto. Certo è da escludere che lo sia dei due saggi che qui abbiamo denominato "aumentati".

d. Saggi «Totali»

Come si è detto, un altro apparente saggio del profitto si può ricavare ponendo al denominatore tutto il capitale, vero e fittizio, e al numeratore tutti i guadagni cioè la somma di profitti e profitti speculativi. La Figura 4 ci offre l'andamento di questo saggio che possiamo chiamare «totale» per le NFC e le FC, da cui si conclude subito che fra i due

non intercorre alcun nesso. Gli andamenti mostrano qualche vaga rassomiglianza, ma il saggio totale di NFC è mediamente nove volte quello di FC, circostanza assolutamente ovvia per quello che si è già detto circa gli pseudosaggi del profitto della Figura 2.

Figura 4. US. Saggi totali del profitto di NFC e di FC. 1948-2011

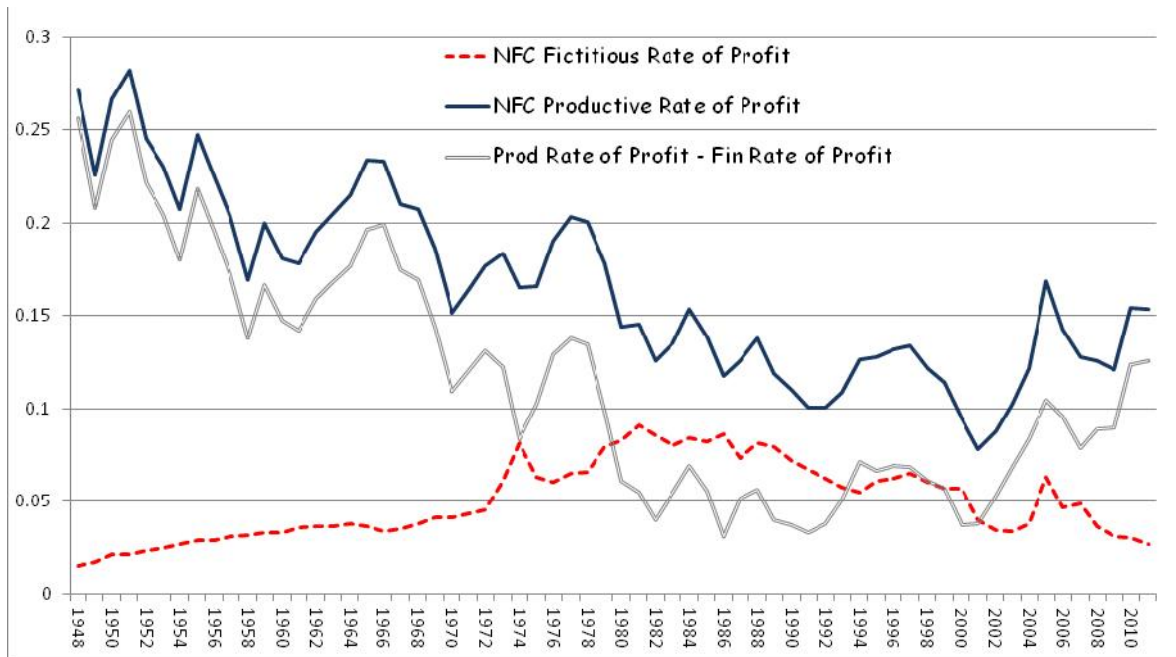


e. *NFC*

Il confronto più significativo va però fatto all'interno del settore delle NFC. Considerando che la teoria della financialisation asserisce che l'accumulazione di asset finanziari fra il capitale delle NFC avviene perché da questa accumulazione si ha una redditività maggiore che non dal capitale produttivo bisogna suddividere in due il capitale delle NFC fra produttivo e fittizio e in relazione a ciascuno di questi misurare i rispettivi profitti, i profitti provenienti dalla pura e semplice produzione da una parte e i redditi finanziari dall'altra. I profitti delle NFC derivati dalla produzione coincidono con il net operating surplus (NOS), e quelli derivati dalla detenzione di asset finanziari sono la somma di interessi ricevuti (IR), dividendi ricevuti (DR) e capital gains realizzati (CG). I due saggi

del profitto di NFC sono quindi rispettivamente dati, quello produttivo, da NOS/Net Stock of Fixed Capital e quello fittizio da $(IR+DR+CG)/\text{Stock of Financial Assets}$. La Figura 5 ci mostra i loro andamento nel dopoguerra.

Figura 5. US. NFC. Saggio produttivo del profitto e saggio finanziario del profitto. 1948-2011



Non solo il saggio del profitto produttivo delle NFC è sempre maggiore di quello finanziario ma la differenza fra i due si comporta in modo opposto a quello che la teoria della financialisation dovrebbe prevedere. Diminuisce durante l'epoca prefinancialisation (1948-1985) e aumenta durante la successiva financialisation (1985-2011), e questo perché i due saggi del profitto si muovono nel lungo periodo in direzioni opposte - altro apparente paradosso. Da un'accumulazione di capitale fittizio in sostituzione di capitale produttivo le NFC non hanno avuto nessun incremento del saggio del profitto da realizzare ma anzi una riduzione rispetto al saggio realizzabile.

3. Accumulazione di capitale fittizio

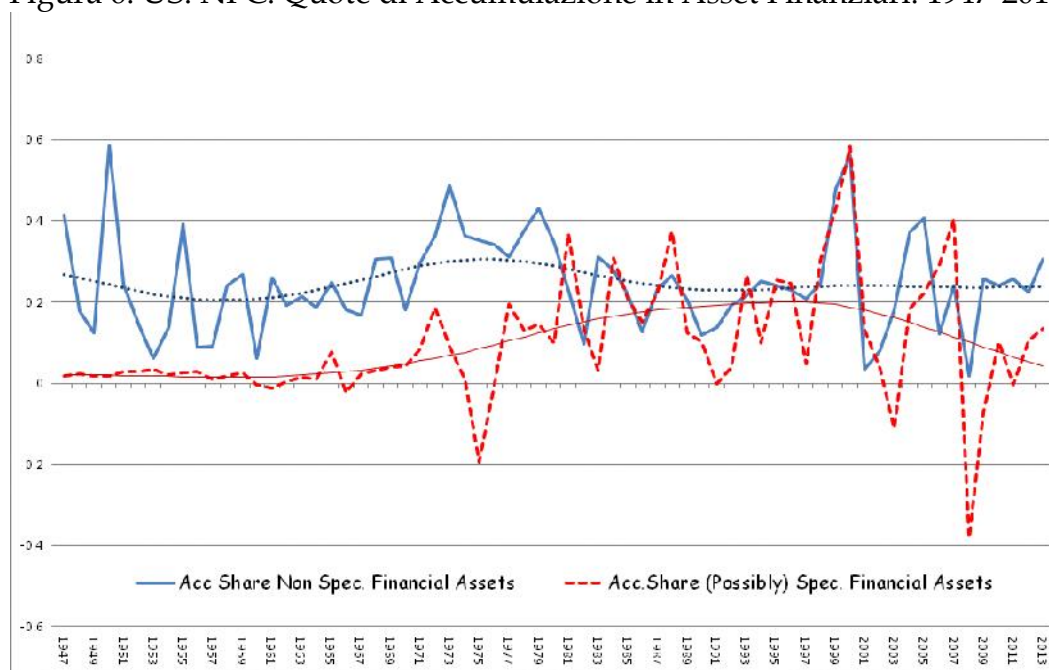
Secondo la teoria della finanziarizzazione le NFC hanno sostituito l'accumulazione di capitale produttivo con l'accumulazione di capitale fittizio, misurata dall'andamento del loro stock di asset finanziari. Tuttavia la categoria di asset finanziario è completamente generica e di per sé indica poco o niente. Un conto è l'accumulazione di capitale fittizio nella forma di obbligazioni, certificati di deposito o depositi a tempo, che sono tutte forme di conversione creditizia del capitale monetario latente accumulato, e altra faccenda, assai diversa, è l'impiego speculativo di capitale monetario. Soltanto quest'ultimo potrebbe essere considerato elemento tipico di una trasformazione delle aziende produttive in finanziarie. Gli asset finanziari detenuti dalle NFC vanno quindi anzitutto scomposti in asset non speculativi e asset speculativi, operazione per la quale dagli asset finanziari vanno preliminarmente sottratti i depositi a vista che fungono da mezzo di circolazione e di pagamento e le trade receivables che sono la versione contemporanea dei famosi bills of exchange cioè la forma assunta attualmente dal credito commerciale che i capitalisti produttivi si concedono a vicenda.

Gli asset finanziari che restano sono fondamentalmente composti da prestiti di differenti generi e durate e da detenzioni di azioni di corporation, finanziarie e non finanziarie. I primi non sono tipici di una possibile fase di finanziarizzazione perché risultano dalla pura e semplice meccanica della circolazione del capitale e come tali menano un'esistenza assai lunga; i secondi non necessariamente indicano la tendenza alla finanziarizzazione perché devono contenere due differenti tipi di detenzioni di azioni. Le intercorporate holding di azioni sono relativamente stabili e rappresentano le proprietà incrociate fra le corporations, che sono una caratteristica costante della loro esistenza; mentre le detenzioni

speculative riflettono l'andamento del trading quotidiano come in una qualsiasi società del settore finanziario.

Per le NFC la Figura 6 ci presenta l'andamento sia del rapporto fra variazioni degli asset finanziari non speculativi e cash flow netto sia del rapporto fra asset finanziari (possibilmente) speculativi e il medesimo cash flow netto.

Figura 6. US. NFC. Quote di Accumulazione in Asset Finanziari. 1947-2013

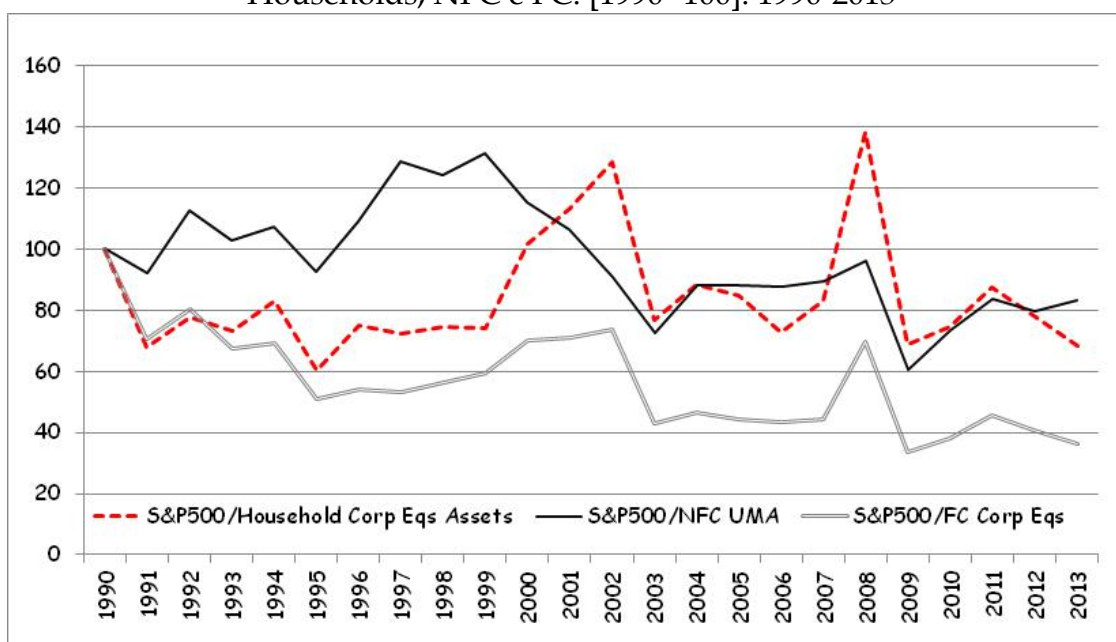


Il rapporto fra variazione degli asset non speculativi e cash flow è fondamentalmente costante nel periodo, mentre il rapporto fra variazione dello stock di asset potenzialmente speculativi e cash flow dopo essere rimasto quasi nullo fino alla fine degli anni '60 comincia ad accrescersi fino agli anni '80, fra violente oscillazione segue un trend grosso modo costante fino al picco del boom speculativo alla fine degli anni '90 per poi prendere a calare ma sempre con mezzo a fluttuazioni molto forti. Il problema è però quello che non si riesce a distinguere fra l'andamento del valore nominale dello stock di azioni incorporate delle NFC come causato dal mero movimento degli indici azionari e

l'andamento dello stesso valore come prodotto dell'eventuale attività speculativa delle NFC.

È chiaro che se il valore complessivo dello stock di azioni intercorporate delle NFC aumenta tanto quanto l'indice di borsa questo significa che le partecipazioni azionarie fra corporation si sono puramente e semplicemente rivalutate come è avvenuto in media a tutte le azioni del mercato americano del tutto indipendentemente da qualsivoglia movimento speculativo intrapreso dalle NFC. Se invece lo stock di azioni detenute dalle NFC si fosse rivalutato più degli indici ciò implicherebbe l'esistenza di un'attività di trading indipendente dalle partecipazioni intercorporate.

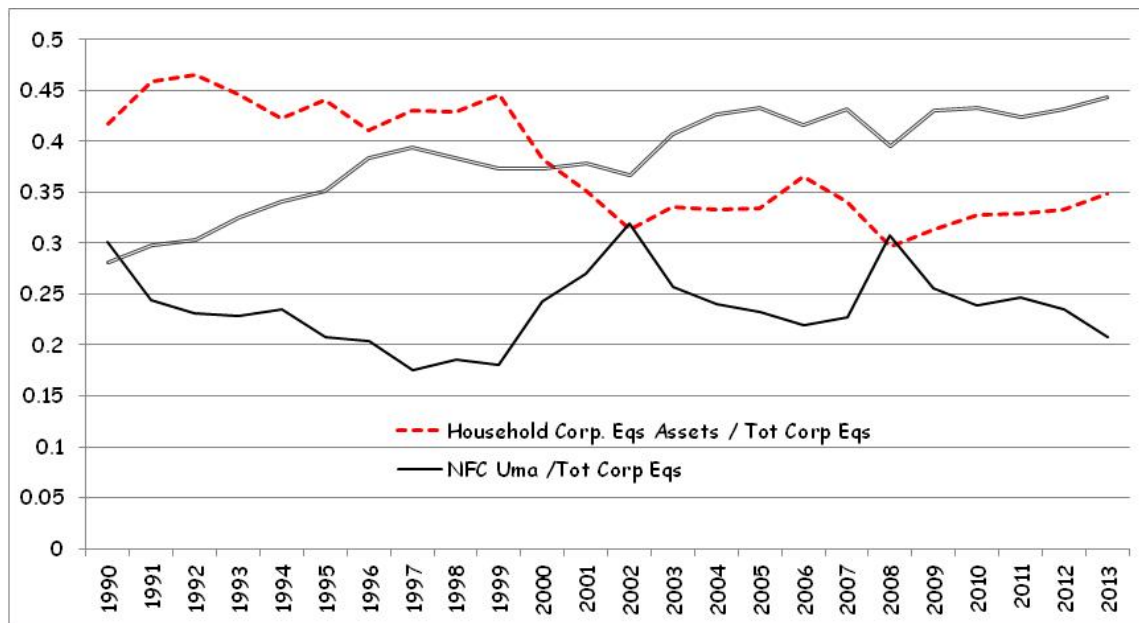
Figura 7. US. Rapporto fra Indice S&P 500 e Corporate Equities Asset per Households, NFC e FC. [1990=100]. 1990-2013



Dalla Figura 7 che copre il periodo clou del boom speculativo si vede che per le FC (linea doppia) esiste un chiaro trend discendente per il rapporto Indice S&P 500/Valore delle detenzioni di azioni, il che vuol dire che il valore nominale delle azioni detenute dalle Fc fra i loro asset è aumentato di più dell'indice borsistico. Diversamente per le NFC e, soprattutto, per le household la tendenza è molto meno pronunciata, circostanza che

indica che grosso modo l'indice e il valore dei loro asset in azioni sono cresciuti allo stesso modo³. Questi movimenti sono coerenti con quelli riportati nella Figura 8 dove si vede che fra FC, NFC e household solo le FC hanno aumentato la loro quota sul totale del valore nominale delle azioni esistenti, mentre le household l'hanno vista calare e le NFC restare fondamentalmente stabile durante il grande boom speculativo.

Figura 8. US. Quote di detenzione di NFC, Fc e Household di corporate equities. 1990-2013



In generale, confrontando la Figura 1 con la Figura 6 va assolutamente notato che l'aumento della quota di accumulazione produttiva e l'aumento delle due quote di accumulazione in capitale fittizio avvengono *simultaneamente* durante l'intervallo dalla fine degli anni '50 alla fine degli anni '70 per gli asset non speculativi (creditizi) e durante l'intervallo dagli anni '70 al 1981 per gli asset (presunti) speculativi. Questa doppia circostanza tende a escludere che sia avvenuta una *sostituzione* di accumulazione produttiva con accumulazione in capitale fittizio, la quale è semplicemente proseguita, quasi inerzialmente, dopo che l'accumulazione in capitale produttivo aveva superato il suo picco (1981) e cominciato il suo declino tendenziale. Per il calo della quota e del saggio

di accumulazione dagli anni '80 a oggi va dunque cercata un'altra spiegazione che non sia la financialisation.

4. *Marxisti*

Non è che all'enorme mole di produzione letteraria keynesiana e postkeynesiana sulla financialisation i marxisti abbiano opposto molto. In molti casi si sono limitati a riprendere le analisi postkeynesiane con qualche mutamento di fraseologia e di tono, ma nulla di più. Fa eccezione soprattutto Anwar Shaikh che ha proposto, fra le altre cose, una trattazione empirica su base classica del rapporto fra il saggio del e profitto e i guadagni della finanza speculativa. Dal canto loro Gérard Duménil e Dominique Lévy hanno usato il saggio del profitto, che *non* è un concetto keynesiano, per dare un fondamento classico all'idea dell'immane montare della finanza sul capitale.

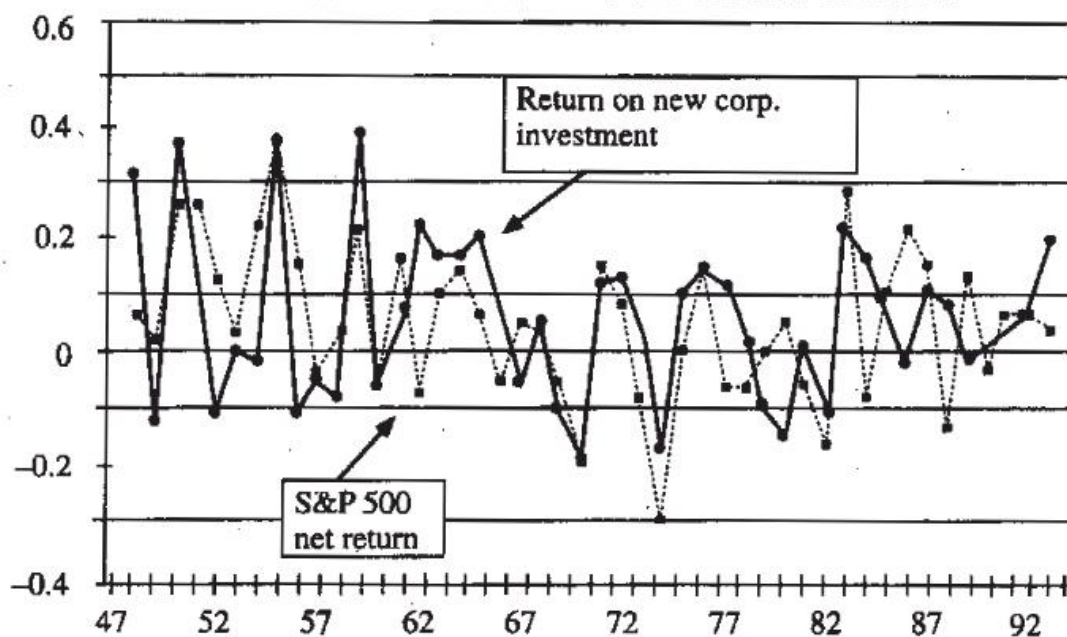
a. *Anwar Shaikh*

Anwar Shaikh ha cercato di applicare la tendenza alla formazione di un saggio del profitto uniforme alla determinazione del rendimento di borsa.⁴ Il rendimento di borsa non è la stessa cosa del saggio del profitto del settore finanziario anche se è logico pensare che in qualche modo i due siano correlati; e nell'accezione corrente dei textbook di finanza non è nemmeno chiaro cosa in generale sia. Come rendimento di borsa Shaikh sceglie quello che è chiamato il Net Total Stock Market Rate of Return, consistente nel rapporto fra la somma di dividendi percepiti e aumento del prezzo azionario in un certo periodo e il prezzo azionario all'inizio del periodo.

L'idea di base è oltremodo semplice. Essendo tutti i rendimenti di capitale regolati dalla formazione tendenziale di un saggio uniforme del profitto generata dal continuo movimento di capitale (accumulazione) fra i veri settori, anche il rendimento

dell'investimento azionario sarà sottoposto alla medesima legge e tenderà a livellarsi continuamente con il saggio generale del profitto attraverso un processo che Shaikh chiama "turbulent arbitrage". Questo saggio di riferimento non è naturalmente il saggio medio perché il capitale che si trasferisce da un settore a un altro si accumula nei capitali produttivi individuali più avanzati che offrono il saggio individuale più elevato nelle singole sfere. Il nesso empirico da cercare è perciò quello fra il total net stock market rate of return⁵ e il saggio *incrementale* netto del profitto dato dal rapporto fra variazione dei profitti e investimenti in un certo periodo che è il corrispondente statistico aggregato del saggio del profitto soggetto al tendenziale processo di equalizzazione. (Figura 9) ⁶

Figura 9. US. Shaikh's Rates of Return: Stock Market vs Incremental Corporate Profit Rate. 1947-1993



Il fondamento teorico dell'idea di Shaikh che il rendimento di borsa debba fondamentalmente essere uguale al saggio uniforme del profitto non ha molto senso.⁷ L'accumulazione in capitale fisso ha un orizzonte di molti anni, in certi casi anche venti o trenta, ed è determinata in una guerra concorrenziale incessante. Non può essere soggetta a sbalzi violenti di breve periodo altrimenti *non esisterebbe nemmeno*. Ancor meno può

essere confrontata con i movimenti quotidiani di capitale monetario dentro e fuori dalla borsa che sono determinati da fattori completamente contingenti e opposti a quelli che stanno alla base dell'accumulazione.⁸ Le corporations non finanziarie non possono di volta in volta, di anno in anno o magari di sei mesi in sei mesi, riconvertirsi in corporation finanziarie e poi di nuovo in non finanziarie, e così via seguendo gli alti e bassi dei rendimenti nei due settori. Il credito e la finanza non sono tanto un settore merceologico accanto agli altri, come i trasporti distinti dall'abbigliamento, la meccanica, le costruzioni etc., quanto una forma del capitale, e come tale i rapporti fra questi e la sfera produttiva non sono in generale quelli di uno spazio suddiviso in parcelle in cui il capitale monetario sceglie di collocarsi come più gli aggrada in base alle ultime notizie.⁹

Anche i termini della correlazione empirica scelta da Shaikh sono alquanto discutibili e sembrano selezionati ad hoc per fornire il risultato più gradito. Il Net Total Stock Market Rate of Return al numeratore è un melange eterogeneo di due elementi, i dividendi che sono percepiti in forma monetaria come parte del profitto prodotto e la rivalutazione del prezzo dell'azione che è una grandezza puramente virtuale non realizzata sotto nessuna forma. Quanto al saggio incrementale del profitto, Shaikh sceglie di allargarlo a tutto il settore corporate, vale dire non financial e financial. Ma è ovvio che fra il rendimento di borsa e il saggio del profitto del settore delle FC ci debba essere una correlazione positiva visto quale è il business tipico delle FC. La correlazione cruciale dovrebbe semmai essere quella fra il saggio di rendimento borsistico e il saggio incrementale del profitto delle corporation *non finanziarie* (NFC) perché il trasferimento di capitale in questione è quello fra il settore non finanziario e quello finanziario.¹⁰ La Figura 10 ci presenta l'andamento del real rate of return dello S&P 500 e del saggio incrementale del profitto delle NFC in cui il denominatore è costituito dagli investimenti *netti* in capitale fisso non residenziale.

Figura 10. a) US. NFC Incremental Net Rate of Profit (Net Invs.) e S&P 500 Total Rate of Return. 1948-2012.

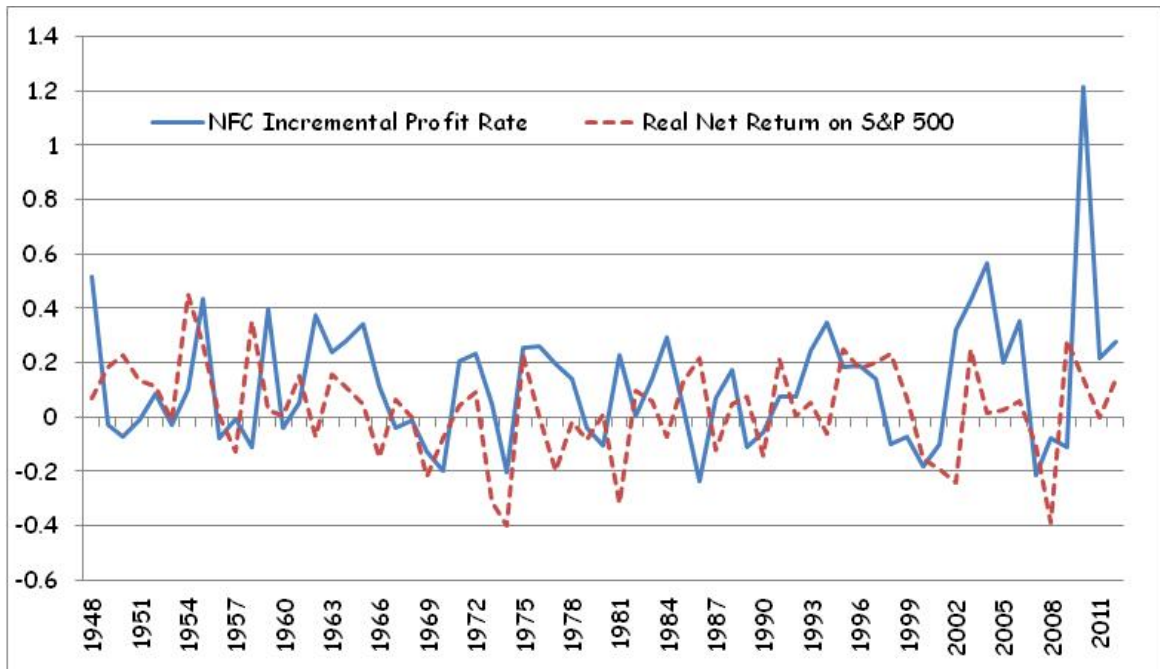


Figura 10 b) Medie dei periodi decennali



Mentre nella Figura 11 il saggio del profitto incrementale è riferito agli investimenti *lordi* in capitale fisso non residenziale come nella trattazione di Shaikh.

Figura 11. US. NFC Incremental Net Rate of Profit (Gross Invs.)
e S&P 500 Total Rate of Return. 1948-2012.

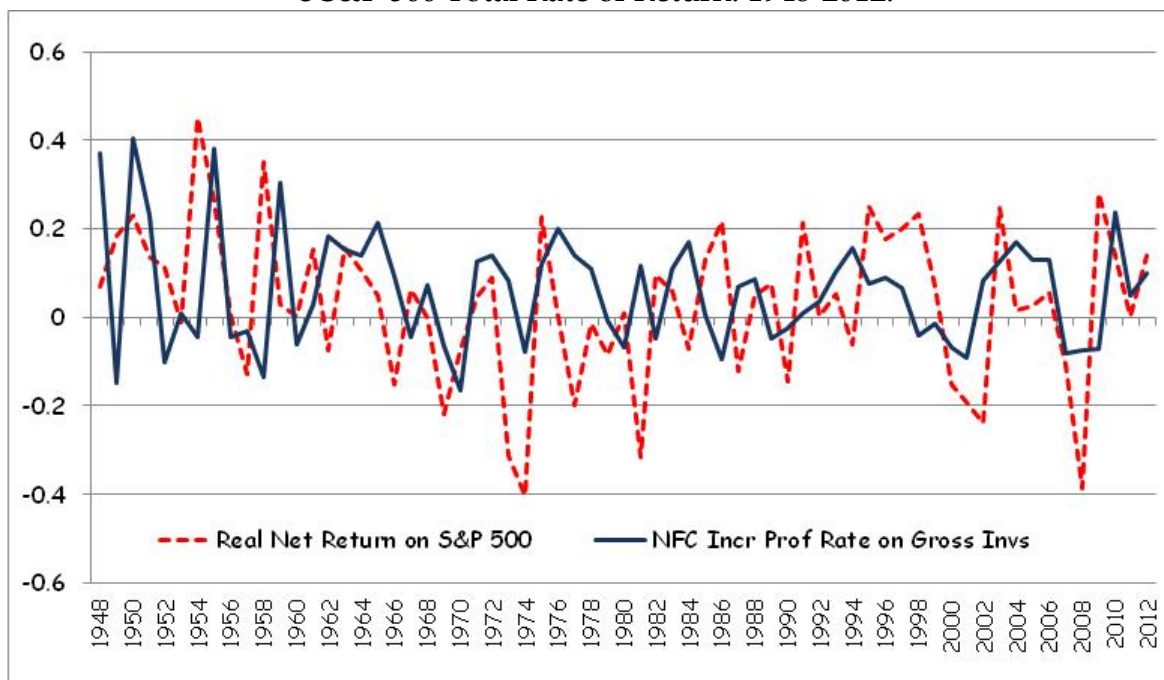
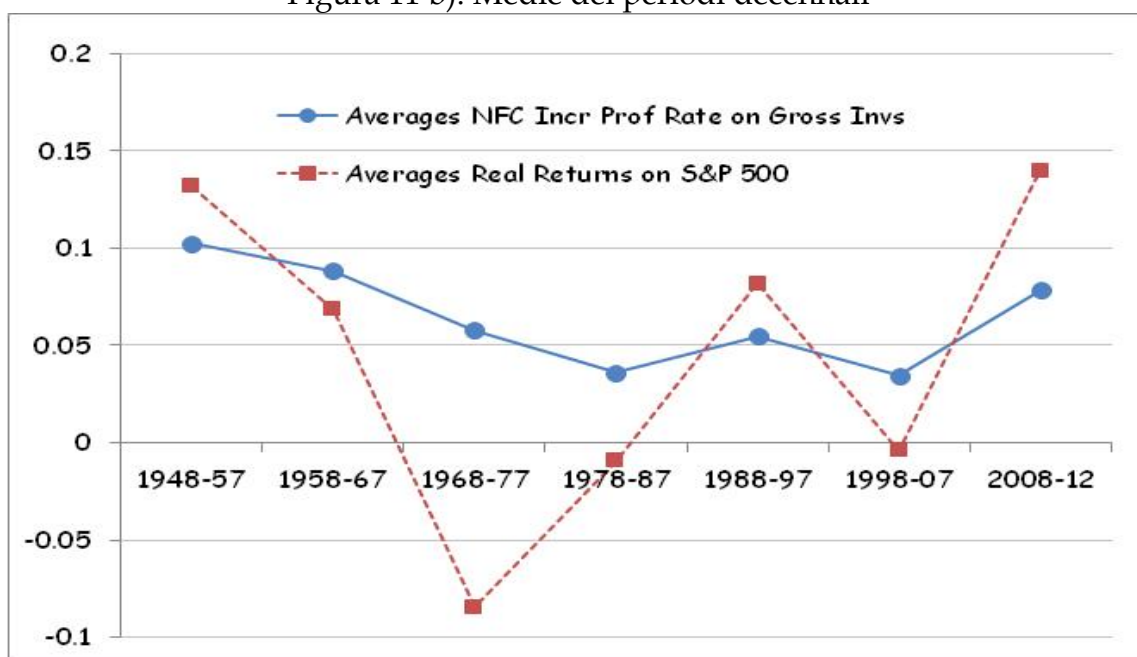


Figura 11 b). Medie dei periodi decennali



Le due coppie di serie mostrano delle somiglianze ma non tali da poter dire che l'una determina l'altra o viceversa, e comunque si tratta di similitudini nettamente inferiori a quelle trovate da Shaikh (Figura 9), come riassunto nella Tabella 1 che segue.

Tabella 1. Confronti di statistica descrittiva fra le serie di Shaikh e quelle del presente paper.

Shaikh – Corporate Sector. 1947-1992. Fig.9 - [$R^2 = 0.414$]				
		<i>Media</i>	<i>Dev.Stand.</i>	<i>Coeff.Var.</i>
A	S&P500 Real Rate of Return	0.0603	0.1361	2.2570
B	Corporate Incr. Profit Rate	0.0678	0.1463	2.1578
A/B		0.8894	.9302	1.046

Presente Paper – NFC. 1948-2012. Fig.10 - [$R^2 = 0.0253$]				
		<i>Media</i>	<i>Dev.Stand.</i>	<i>Coeff.Var.</i>
A	S&P500 Real Rate of Return	0.0310	0.1717	5.532
B	Corporate Incr. Profit Rate (<i>Net Invs.</i>)	0.1187	0.2346	1.976
A/B		0.2612	0.7319	2.7996
Presente Paper – NFC. 1948-2012. Fig.11 - [$R^2 = 0.0174$]				
		<i>Media</i>	<i>Dev.Stand.</i>	<i>Coeff.Var.</i>
A	S&P500 Real Rate of Return	0.0310	0.1717	5.532
B	Corporate Incr. Profit Rate (<i>Gross Invs.</i>)	0.0611	0.1265	2.0685
A/B		0.5074	1.360	2.674

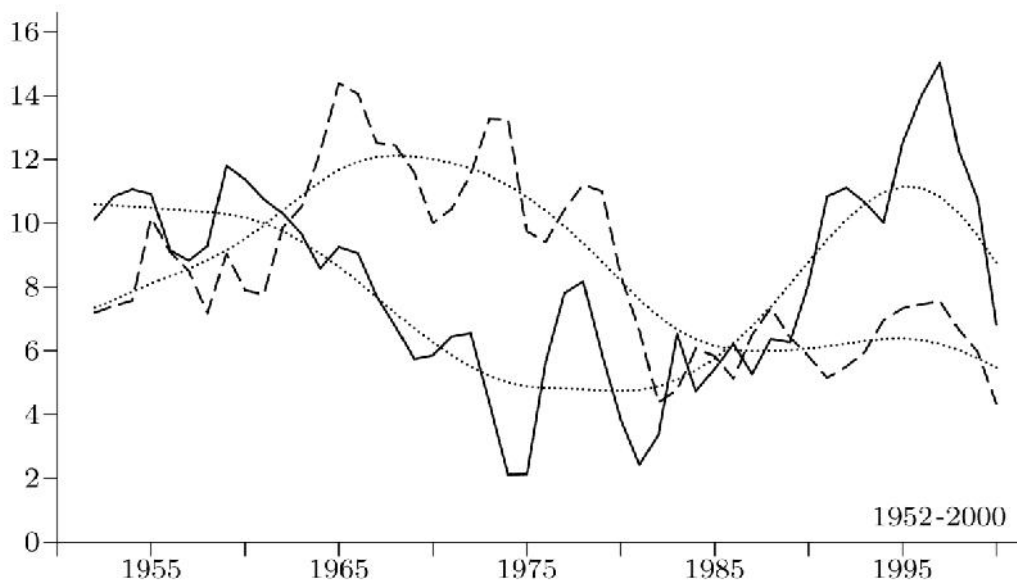
Affinché l'idea di Shaikh - secondo cui il rendimento di borsa è un risultato della tendenza all'equalizzazione dei saggi del profitto - abbia un senso occorrerebbe che il saggio incrementale del profitto delle NFC e il rendimento di borsa oscillassero l'uno attorno all'altro anche senza essere correlati statisticamente. Per il saggio del profitto incrementale calcolato sugli investimenti netti è certo che questo non può essere vero perché il saggio incrementale in quasi tutto il periodo è molto superiore (in media 3.8 volte) al rendimento dell'indice S&P 500 (Figura 10); mentre per il saggio incrementale misurato sugli

investimenti lordi è vero ma in una misura molto limitata, con due valori medi che si scostano del 50% (Figura 11). In entrambi casi si hanno poi saggi di correlazione inesistenti.

b. *Dumenil & Levy*

Utilizzando i dati del *Flow of Funds* Dumenil e Levy (D&L) ripetono in pratica l'analisi di Shaikh in altra forma¹¹ ponendo al posto del saggio di rendimento borsistico il saggio del profitto del settore finanziario e invece del corporate rate of profit il saggio del profitto del settore non finanziario. Il risultato generale di D&L è compendiato nei due seguenti saggi del profitto per l'economia americana del dopoguerra (Figura 12) dei quali la linea tratteggiata è il saggio del profitto del settore del corporation non finanziarie mentre la linea continua è il saggio del profitto del settore finanziario.

Figura 12. Saggi del profitto del settore non finanziario e finanziario secondo Dumenil e Levy. 1952-2000



Dall'esame dei due andamenti D&L deducono che nel corso del dopoguerra si è avuto un continuo movimento di capitale fra i due settori testimoniato dai cicli opposti dei due

saggi del profitto chiaramente visibili nei due trend non lineari: 1950-1962; 1962-1985; 1985-2000. Naturalmente quello che più interessa D&L è l'ultimo ciclo (1985-2000) che coincide con quello che loro - come infiniti altri - chiamano neo-liberalism in cui la differenza positiva fra il saggio del profitto del settore finanziario e quello del settore non finanziario ha toccato il massimo storico (ovviamente a causa del processo di financialisation). D&L non spiegano in che modo e sotto quali forme è avvenuto il trasferimento di capitale monetario dal settore non finanziario a quello finanziario, men che meno si preoccupano di correlare i movimenti di capitale con quelli dei due saggi del profitto, per stabilire, nel caso, se siano i saggi del profitto differenziali a guidare i trasferimenti di capitale o viceversa. *Never mind!* Quello che qui ora importa è esaminare il loro saggio del profitto ossia quello formulato da D&L per arrivare al grafico della Figura 12.

Onde poter attuare un confronto D&L definiscono due saggi del profitto omogenei per i due settori ovvero due saggi del profitto composti dai medesimi elementi.

¹²Concettualmente il saggio del profitto della Figura 12 si può esprimere come Guadagni generici del settore/Net Worth del settore. Cominciamo dal denominatore. Il rapporto Profitti/Net Worth è uno dei tanti indici usati nella finanza di impresa per misurare le possibilità di tenuta di un'azienda ma, come quasi tutti quello che concerne i singoli capitali nella lotta concorrenziale, riferito all'economia nel suo insieme ha scarso contenuto. Per il capitale mondiale questo rapporto coincide con il saggio del profitto tradizionale (Profitti/Capitale Fisso) poiché è ovvio che si debba avere Financial Assets = Financial Liabilities e quindi Net Worth = Fixed Assets. Ma quello che più importa è che considerando il rapporto Profitti/Net Worth come un saggio del profitto ne vengono fuori comportamenti piuttosto paradossali. Un'azienda con un Net Worth pari a zero avrebbe

un saggio del profitto infinito, e il movimento di questo saggio del profitto sarebbe tendente all'infinito per Net Worth tendente a zero. Qui ci sarebbe un punto di discontinuità perché non appena il Net Worth diventasse negativo il saggio del profitto diventerebbe anch'esso negativo in un intorno piccolo a piacere di meno infinito per tendere poi a zero per Net Worth tendente a meno infinito.¹³

Il saggio del profitto deve misurare il grado di autovalorizzazione del capitale ma il rapporto fra profitti e net worth non ha nulla a che fare con ciò, al contrario. Se un capitale non ha debiti avrà un saggio del profitto netto e un net worth relativamente alti, e proprio per questo un rapporto profitti/net worth relativamente basso, e viceversa. Il net worth è dato dalla differenza fra asset e liabilities, differenza che non esiste per il capitale sociale. Questa differenza sembra molto rilevante ma, quello che realmente importa è il rapporto fra i profitti realizzati e il servizio del debito da affrontare. Fino a quando questo rapporto è alto il net worth non ha alcuna importanza, e quando diminuisce una crisi individuale o generale può subentrare anche con un net worth elevato dal momento che la catena di illiquidità espone immediatamente il carattere illusorio della valutazione degli asset e annulla qualsiasi net worth predeterminato.

Il numeratore dei saggi del profitto della Figura 12 è costituito dalla somma dei seguenti cinque elementi: 1) profitti netti, 2) holding gains, 3) dividendi ricevuti, 4) riduzione del debito generata dall'inflazione, 5) profitti da investimenti esteri mantenuti all'estero. Notiamo subito che si tratta di una somma di guadagni lordi e non netti dato che mancano i dividendi pagati, che redistribuirebbe i dividendi fra settore finanziario e non finanziario e soprattutto li ridurrebbero per i due settori perché una parte andrebbe al settore delle household che è intasca solo dividendi senza pagarne alcuno. Lasciando poi da parte i due

ultimi termini della somma che richiedono un discorso a sé stante, restando gli holding gains per i quali vale il discorso già fatto per il total stock market rate of return di Shaikh che comprende anche la rivalutazione dello stock azionario. Si tratta di grandezze puramente virtuali e non realizzate in denaro che non corrispondono a nessuna quota del reddito e dalla produzione lorda o netta. Bisogna essere chiari su cosa siano i profitti e il saggio del profitto. O sono grandezze realizzate in denaro o non sono niente. E nel caso di capital gains (profitti speculativi) realizzati vanno riferiti al trasferimento di capitale monetario latente che li ha generati. Trattati come profits upon expropriation in questo modo a livello del capitale sociale bisognerebbe detrarre dal loro importo il capitale monetario trasferito, che altro non costituisce se non profitti realizzati in un tempo precedente, il che porterebbe così in ciascun periodo la loro somma pari a zero. Altrimenti si avrebbe l'assurdo di sommare ai profitti correnti quelli passati che diventerebbero parte di quelli correnti solo per il fatto di avere cambiato forma da capitale monetario latente a reddito con il cambiamento di detentore.

¹ Cfr. Francisco Paulo Cipolla, *Interest Rate Changes in Marx's Theory of the Industrial Cycle*, Univ. Federale do Parana, Curitiba, 1997. p. 2.

² La linea a pallini è la differenza fra il saggio del profitto netto delle FC e il saggio del profitto netto delle NFC, entrambi misurati ovviamente allo stesso modo, vale a dire come rapporto fra i profitti al netto delle imposte (con Iva e Ccadj.) e lo stock netto di capitale fisso non residenziale stimato al suo valore storico. La linea continua è invece la quota di accumulazione netta delle NFC ossia il rapporto fra gli investimenti netti di capitale fisso non residenziale e i profitti netti (con Iva e Ccadj.) delle NFC.

³ Per le household (linea tratteggiata) l'andamento non ha trend; mentre per le NFC (linea continua) c'è un trend discendente debole, che però è il prodotto del calo degli dal 1999 al 2003. Fino al 1999 il movimento, coincidente con l'aumento del rapporto fra variazione del valore delle detenzioni di azioni e cash flow netto (Figura 6), è addirittura in ascesa.

⁴ Anwar Shaikh (1997) "The Stock Market and the Corporate Sector. A Profit-based Approach", in Ph.Arestis, G.Palma and M.Sawyer (eds.) *Markets, Unemployment and Economic Policy. Essays in Honour of Geoff Harcourt*. Vol.2. London, pp.389-404.

⁵ Shaikh presenta il total rate of return dell'indice di borsa (nella fattispecie lo S&P 500) come il saggio del profitto della borsa. Ora il "saggio del profitto (o di rendimento) della borsa" è qualcosa che semplicemente non esiste. La compravendita di azioni è effettuata in buona misura dal settore finanziario che ha del capitale anticipato e realizza dei profitti (e quindi un saggio del profitto) anche grazie alla speculazione borsistica. È

questo il saggio del profitto che andrebbe confrontato con quello della sfera del capitale produttivo. Ma andrebbe prima trovato.

⁶ Shaikh così giustifica il suo approach: « I will take a somewhat different approach to the problem. To begin with I would argue that uncertainty and ignorance in real historical time make the short run, as distinct from the long run, of 'signal importance' (Vickers 1993: 25). Current profits reflect many transitory factors, including the effect of short-run disequilibrium dynamics. Nonetheless, abnormally high or low profits alter capital flows, which in turn brings 'new uncertainties and new positions of profits and loss', which feed back on capital flows, and so on. What obtains is a series of ceaseless fluctuations in which near-term (as opposed to lifetime) rates of return on investment play a central signalling role (Geroski and Mueller 1990: 187; Mueller 1986: 8). This is obvious in the case of the stock market, which is inherently short-term because all stocks of a particular company (no matter what their 'vintage') are alike in the market. » (op.cit. p.395). La Figura 9 è presa dal lavoro citato di Shaikh, p. 397.

⁷ *En passant* va notato che questa teoria di Shaikh circa il rapporto fra il saggio incrementale del profitto e rendimento di borsa contraddice la sua antecedente teoria della diminuzione del saggio del profitto. Secondo Shaikh la concorrenza intrasettoriale forza i capitalisti ad introdurre nuove tecniche con un saggio *transizionale* del profitto inferiore ma che garantiscono un margine transizionale di profitto (profitti/costi) e una quota di mercato superiori. In questo caso, è ovvio che il saggio incrementale del profitto è inferiore al saggio vigente nel settore, e quindi andrà sostituito come attrattore dei movimenti di capitali intersettoriali dal margine transizionale del profitto, che deve così diventare il rapporto che tende a livellarsi nell'insieme dell'economia al posto del saggio incrementale del profitto.

⁸ Molto dubbia è anche l'identificazione fatta da Shaikh delle acquisizioni di azioni come short-term. In sé e per sé non sono né short term né long-term. Contrariamente alla formazione di capitale fisso, che non può mancare di essere long-term, l'acquisizione di azioni può essere qualsiasi cosa. Un'azione può passare di mano in mano trenta volte al giorno, come nei movimenti speculativi che conosciamo bene, oppure essere acquisita e tenuta ferma per cinquant'anni onde intascarne periodicamente i dividendi, come partecipazione strategica o qualsiasi altra cosa (Saber 2000). Il fatto che tutte le azioni di una stessa company siano uguali non c'entra nulla («This is obvious in the case of the stock market, which is inherently short-term because all stocks of a particular company (no matter what their 'vintage') are alike in the market». Cfr. la nota 6). Shaikh menziona questo ovvio fatto per distinguere le azioni dai bonds che si differenziano per la durata e la data di emissione, ma proprio il fatto che le azioni non sono bonds le rende suscettibili di qualsiasi term, short, long or medium.

⁹ Non esistono canali diretti fra le NFC e la speculazione borsistica. Oltre alla ovvia constatazione che fra investimenti di capitale fisso che devono durare magari vent'anni e la compravendita di azioni che si può esaurire in un'ora o meno non c'è nessun nesso logico, va considerato che la massa preponderante della detenzione e del commercio di azioni è in mano al financial business e alle household non certo alle NFC. Shaikh riconosce che nello stock market operano molti agenti individuali (ossia non capitalisti) e che questa circostanza contrasta con l'idea della formazione tendenziale di un uguale saggio di rendimento fra corporate sector e borsa, ma aggira il problema nel modo che segue: «The possibility that capital flows between the stock market and the real sector equalize their rates of return raises an interesting question: how is this possible, given that individual (i.e. non-capitalist) investors play so large a role in the stock market? The answer is that it is only necessary for the flows of financial capital to add or subtract sufficient investments in the stock market so as to end up regulating its rate of return, over some relevant time scale. This is perfectly consistent with fads and fashions, as long as fundamentals rule in the end (Shiller 1989: 374-6).» (A.Shaikh, *op.cit.*, p.394). Si tratta di un notevole non sequitur in cui si assume precisamente ciò che si deve dimostrare. Come mai abbiamo questa equalizzazione pur in mezzo a così tanti investitori non capitalisti (e che quindi non hanno nulla da equalizzare)? È sufficiente che nello stock market entrino ed escano sufficienti quantità di capitale, e questo si ha se il movimento è retto dai fundamentals. Che è precisamente quello che si deve dimostrare. Se una tendenza all'eguaglianza fra saggio del profitto e rendimento di borsa si manifestasse anche in una situazione in cui esistessero solo investitori di borsa individuali (non capitalistici) è ovvio che il trasferimento di capitale monetario fra corporate sector e borsa non potrebbe essere tirato in ballo.

¹⁰ Shaikh sceglie poi di misurare il saggio incrementale del profitto sugli investimenti lordi e non netti. Questo per evitare i noti problemi riguardanti la stima statistica del deprezzamento del capitale fisso che rendono per certi versi problematica la misura degli stock netti. Tuttavia, concettualmente, il saggio incrementale può riguardare solo gli investimenti netti ossia la variazione netta dello stock di capitale fisso. Se noi ad es. supponiamo che lo stock di capitale fisso resti invariato al valore di 10000 con investimenti netti

pari a zero e lordi (ammortamento) pari a 1000 e che i profitti, per un motivo qualsiasi, aumentino da 1000 a 1100, avremo un saggio incrementale del profitto *infinito* perché senza aggiunta di capitale fisso si sarà conseguito un profitto supplementare (100/0); mentre il saggio incrementale del profitto misurato sugli investimenti lordi sarà soltanto del 10% ($100/1000 = 0.1$). Ma il saggio incrementale deve naturalmente misurare quanto profitto in più o in meno si ottiene dalla *variazione* del capitale fisso messo in funzione altrimenti non è incrementale. È evidente che il saggio incrementale calcolato sugli investimenti lordi deve essere inferiore al saggio incrementale sugli investimenti netti, e quindi avvicinarsi al rendimento di borsa che è mediamente alquanto più basso.

¹¹ Gérard Duménil and Dominique Lévy (2004) «The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952–2000)», *Review of Radical Political Economics*, 2004, 36: 82. La Figura 12 è la Figure 10 a p.98 del testo citato.

¹² Questo già rende noto che, allo stesso modo di Shaikh, D&L concepisco i rapporti fra la finanza e il resto come quelli fra due settori merceologici i cui saggi del profitto si possono direttamente confrontare.

¹³ Non è altro che la comune iperbole equilatera.