

# La ricchezza improduttiva, l'economia di 'carta' e la teoria del valore

Andrea Pannone

## Premessa

In un articolo su *Bollettino Culturale* del 2021 (vedi articolo completo al link [https://drive.google.com/file/d/10A09hrz3NIUu\\_Na-4ZnkUMsPyfgmmOr8/view](https://drive.google.com/file/d/10A09hrz3NIUu_Na-4ZnkUMsPyfgmmOr8/view))<sup>1</sup> ho affrontato il problema della forma valore in Marx in modo esplicitamente non convenzionale rispetto a come il tema è stato affrontato nella letteratura economica marxista. La non convenzionalità, per essere chiari, è stata quella di raggiungere in modo formalmente rigoroso le stesse conclusioni raggiunte da Marx nel primo libro del *Capitale* - prima di tutto quella di ricondurre l'origine del profitto al pluslavoro, ossia a un rapporto di sfruttamento – facendo riferimento, però, a una rappresentazione dell'economia capitalistica piuttosto diversa da quella adottata dal filosofo di Treviri, almeno per ciò che attiene al modo di produrre e all'organizzazione dei mercati. Questi due aspetti, infatti, sono stati rappresentati nel nostro schema teorico in modo estremamente coerente ad un sistema economico moderno, anche ricorrendo, seppur solo parzialmente, ad alcune idee di autori molto distanti dal pensiero di Marx (in primo luogo Keynes).

In questo scritto integrerò le assunzioni portanti del suddetto schema teorico con il meccanismo di circolazione monetaria proposto da Marx nel terzo libro del *Capitale* (vedi Marx 1894), opportunamente modificato per essere maggiormente coerente con la realtà di sistemi economici e finanziari moderni. Lo scopo è quello di spiegare – in modo fortemente compatibile con l'approccio da me seguito nel mio primo articolo su *Bollettino* - il fenomeno dell'enorme espansione dei guadagni (*earnings*) derivanti dal possesso di *asset non riproducibili* (come ad esempio titoli, azioni, beni immobili ecc.), che sta caratterizzando le economie capitalistiche da almeno 25 anni. Tali guadagni consistono nello sfruttamento delle oscillazioni di prezzo degli assetti di ricchezza che vengono comprati e venduti a prezzi diversi in diversi momenti, lucrando i differenziali di prezzo attraverso una pluralità di contratti con caratteristiche temporali definite. L'incremento di guadagno che affluisce ai possessori di titoli e azioni contribuisce

---

<sup>1</sup> Segnalo che nella versione digitale dell'articolo citato c'è un piccolo refuso (pag. 17 prima dell'equazione 8): chiaramente non è “*Si può osservare che se la domanda, cade, l'impiego di lavoratori si riduce, il grado di utilizzazione della capacità/capitale aumenta,..*” **ma** “*Si può osservare che se la domanda, cade, l'impiego di lavoratori si riduce, il grado di utilizzazione della capacità/capitale **diminuisce***”,..

significativamente all'accentuazione delle diseguaglianze distributive in quasi tutti i paesi del mondo (vedi Piketty 2013)<sup>2</sup>; e delinea i contorni di un irreversibile processo di trasformazione del capitalismo in un'economia di 'carta'.

In letteratura molti autori hanno usato il termine 'finanziarizzazione' per descrivere (almeno alcuni degli) aspetti descritti in questo articolo. Ad ogni modo i contributi sono piuttosto disomogenei e privi di una visione coerente di ciò che deve essere spiegato (Krippner 2005, p. 181). Infatti, come sostengono giustamente Carnevali et al. (2022), a distanza di molti anni – gli albori della 'finanziarizzazione sono già riconoscibili a partire dalla fine degli anni '70 - manca tutt'ora un'interpretazione univoca del concetto.

### **Teoria 'anti-quantitativa' e valore degli asset finanziari.**

Come è noto il valore degli *asset non riproducibili* fluttua in base al divario giornaliero o orario tra quantità domandate e offerte dei loro stock relativi, come riflesso di una sorta di un meccanismo d'asta che favorisce scommesse e strategie speculative. I suddetti guadagni – capital gain spesso, nel caso delle grandi corporation, alimentati con la procedura del riacquisto delle azioni di propria emissione (*buyback*; vedi ad esempio Lazonick 2014) – non hanno propriamente la natura di redditi, almeno non come il concetto di reddito è sempre stato considerato nella letteratura economica ossia la controparte esatte del valore dei flussi di produzione. Per questo motivo la loro consistente espansione, che implica un trasferimento puro di moneta dai redditi dei fattori produttivi, salari e profitti, alle rendite, non sembra immediatamente riconducibile al concetto di sfruttamento dei lavoratori e al conflitto capitale/lavoro su cui si basa una teoria del valore che cerchi almeno di ispirarsi a Marx. Questa convinzione è stata progressivamente alimentata, poi, dalla percezione che chiunque detenga un po' di asset di ricchezza – in fondo la maggior parte della popolazione che vive in Occidente – finisca alla fine per beneficiare (pur con innegabili differenze) della crescita del loro valore, e

---

<sup>2</sup> Osserviamo, come Marx ha chiaramente messo in evidenza nel 29-esimo capitolo del terzo libro del Capitale (1894), che questo valore non ha niente a che vedere con il valore-capitale reale dei titoli quotati in borsa, i quali non sono altro che titoli di proprietà, pro rata, sul plusvalore che verrà realizzato dalle imprese sulla base del sottostante capitale produttivo. Il movimento autonomo della quotazione di questi titoli di proprietà potrebbe erroneamente far credere che essi costituiscano un capitale reale associato al diritto sul capitale di cui essi sono eventualmente titolo giuridico. Al contrario, la quotazione dei titoli – capitalizzazione di borsa - viene regolata indipendentemente dal valore del capitale effettivo che questi titoli, almeno in parte, rappresentano. Dunque, quando questi titoli non rappresentano capitale effettivo ma soltanto dei semplici diritti sui proventi futuri, il diritto su uno stesso provento si traduce in capitale monetario *fittizio*, soggetto a continue oscillazioni. Le successive transazioni e gli ulteriori passaggi di mano del titolo, per quanto numerosi possano essere, non mutano per nulla la sostanza della cosa.

per usufruire di una sorta di ombrello protettivo in grado (almeno) di mitigare le ingiustizie sociali e distributive proprie del capitalismo.

Per capire se lo schema teorico da me adottato (2021) possa davvero aiutarci nella spiegazione delle cause della crescita abnorme della ricchezza finanziaria degli ultimi 25 anni dobbiamo prima comprendere il meccanismo di circolazione monetaria espresso da Marx nel Capitale. In particolare, Marx descrive per la prima volta questo meccanismo nel terzo capitolo del primo con riferimento alle transazioni in moneta metallica (oro o argento) che avvengono nell'ambito di produzione non capitalistiche ma, nel terzo libro (Marx 1894, p. 321), egli sostiene come lo stesso meccanismo operi anche in produzioni capitalistiche basate su strumenti di credito (Marx 1894, p. 540). In sostanza:

*“ Hence, for a given interval of time during the process of circulation, we have the following relation: the quantity of money functioning as the circulating medium is equal to the sum of the prices of the commodities divided by the number of moves made by coins of the same domination. This law holds generally. ” (Marx 1867, p. 121)*

In termini formali si può scrivere che per Marx valga la seguente identità

$$1) \quad M \circ \frac{p \times Q}{V}$$

Dove  $M$  è la quantità di moneta in circolazione e  $V$  la velocità di circolazione della moneta che per Marx *“..is the reflection of the rapidity of commodity circulation”* (Marx, 1867: 121-2). Per Marx l'identità si trasforma in un'equazione comportamentale facendo dipendere  $M$  dal rapporto tra il valore delle merci prodotte  $pQ$  e  $V$ :

$$1bis) \quad M = \frac{p \times Q}{V}$$

Se allora c'è un eccesso o una carenza di denaro ( $M$ ) rispetto al requisito di circolazione delle merci ( $\frac{p \times Q}{V}$ ), la quantità di moneta in circolazione deve diminuire o aumentare per ripristinare l'equilibrio<sup>3</sup>. Marx immagina che operi, attraverso il sistema bancario, una

---

<sup>3</sup> La teoria marxiana della moneta trae diversi spunti dalla teoria della preferenza per la liquidità di Henry Thornton (1802). L'autore inglese viene citato da Marx in diverse occasioni. Sia Thornton che Marx anticipano diversi aspetti della futura teoria della preferenza della 'liquidità di Keynes esposta nella Teoria Generale (1936). Notiamo che la 1bis) configura una sorta di teoria anti-quantitativa della moneta. Come noto infatti dalla letteratura economica degli anni '60, l'interpretazione prevalente dell'identità 1) è quella proposta dall'economista Milton Friedman e dalle correnti monetariste, per affermare che la crescita delle masse monetarie deve essere tenuta sotto controllo dalle banche centrali altrimenti l'inflazione tende ad esplodere. È questa la cosiddetta teoria quantitativa della moneta. La 1bis) descrive invece una causalità opposta.

sorta di meccanismo di compensazione basato su riserve per immettere in circolazione denaro inattivo o per assorbire denaro in eccesso in base alla necessità. La fluttuazione delle riserve, resa possibile da variazione dei tassi di interesse sui prestiti concessi dalle banche, riflette i cambiamenti “ in the needs of transaction” (Marx, 1894: 494-5, 502)<sup>4</sup>.

Ma cosa accade se, ad esempio, fosse stata immessa in circolazione una quantità di moneta in eccesso a quella necessaria alle transazioni? Qui l’analisi di Marx si fa più sfuggente o, probabilmente, non del tutto compiuta e coerente nella forma conosciuta del terzo libro del Capitale. In quella sede, infatti, sembra che la moneta eccedente le ‘needs of transactions’ ritorni interamente alle banche allo scopo di estinguere il debito che i capitalisti hanno contratto con loro per attivare la produzione, chiudendo così il circuito monetario (*law of reflux*; vedi Marx 1894) e ripristinando l’equilibrio nella 1bis). Ad ogni modo lo stesso Marx riconosce esplicitamente (1857) che (almeno) una parte di quella moneta in eccesso venga trattenuta nelle ‘mani’ di soggetti privati e, quindi, venga sottratta dal circuito (*hoarding money*)<sup>5</sup>.

In questo secondo caso, per ripristinare l’equilibrio nella 1bis),  $V$  dovrebbe diminuire. Il fenomeno è chiaramente riconoscibile nella realtà delle economie capitalistiche moderne. Ad esempio, con riferimento agli USA, paese dove le evidenze statistiche disponibili sono piuttosto abbondanti, negli ultimi 25 anni la continua caduta di  $V$  è un fenomeno chiaramente osservabile<sup>6</sup>. Vedi grafico sotto:

---

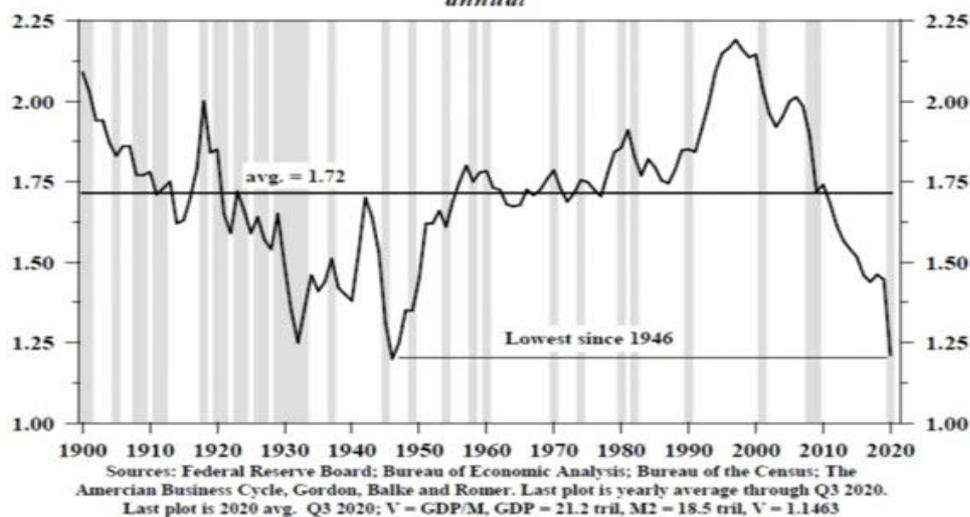
<sup>4</sup> Nell’analisi di Marx non è presente un’Autorità monetaria centrale, elemento cardine delle politiche monetarie dei sistemi economici moderni. La sua considerazione, comunque, non modifica sostanzialmente il ragionamento che si sta conducendo. Se la Banca Centrale non controlla direttamente la quantità di moneta, essa fissa il tasso d’interesse al quale finanzia le banche con la moneta legale (tasso di sconto) e tale tasso d’interesse influisce su quello effettivamente applicato dal sistema bancario ai clienti. Se la Banca Centrale, al contrario, agisce direttamente sulla quantità di moneta, essa lo fa acquistando o vendendo titoli obbligazionari a reddito fisso (prevalentemente pubblici), e determinando una riduzione o un aumento del tasso di interesse.

<sup>5</sup> Notiamo che il corollario della compresenza della *law of reflux* e di *hoarding money* fa sì che l’inflazione non possa esistere come fenomeno meramente monetario, L’inflazione causata da un aumento esogeno della quantità di moneta semplicemente non esiste. Questo è esattamente il contrario di quanto sostengono i sostenitori delle correnti di pensiero monetariste.

<sup>6</sup> Nel grafico  $V$  è calcolata indirettamente come il rapporto tra il PIL nominale annuo e la media annua dello stock di moneta M2

## Velocity of Money 1900-2020

Equation of Exchange:  $M \cdot V = \text{GDP}$   
annual



Source: Hoisington Investment Management

Grafico 1: Velocità dello stock di moneta M2

La caduta di  $V$  esprime il fatto che la moneta viene richiesta in modo crescente per scopi altri da quelli connessi alle transazioni di merci. Uno scopo, come indicava Marx è senza dubbio quello di trattenere la moneta in forma liquida per motivi *prudenziali*<sup>7</sup>; un altro scopo, come mostrato chiaramente da Keynes nella sua Teoria Generale (1936), è quello di tipo speculativo: ossia impiegare quella moneta verso i mercati di titoli e azioni e sul mercato immobiliare contribuendo all'aumento dei loro valori unitari. Questo aumento avviene in virtù del fatto che tali asset non sono riproducibili (o lo sono molto lentamente), mentre la frazione dei loro stock che viene scambiata in ciascun periodo è relativamente piccola<sup>8</sup>. L'unico motivo per procurarsi questi asset è quello di attendersi un aumento significativo del loro valore di scambio (ossia del loro prezzo futuro rispetto al prezzo di acquisto), aumento che potrebbe avvenire solo perché 'in molti' si aspettano lo stesso e, per questa ragione, continuano a richiederli. Come sottolineato da Keynes nel celebre esempio del *beauty contest*, nel capitolo XII della Teoria Generale, questa è una caratteristica tipica delle attività finanziarie altamente speculative e debolmente connesse

<sup>7</sup> L'idea che la moneta, in momenti di particolare incertezza, possa fungere da riserva di valore deriva da Henry Thornton (1802); vedi nota 3. Tale idea viene ripresa da Marx e integrata nella sua analisi del ciclo economico (1867) dove formula il principio di *tesaurizzazione*, che sta ad esprimere il fatto che il denaro assume un valore autonomo vedi nota 9 sotto.

<sup>8</sup> "Taluni beni che entreranno a far parte degli stock di ricchezza possono essere "flussi prodotti", come ad esempio delle case, ma solo se si tratta di case la cui produzione è ultimata nello stesso anno e il loro valore viene depurato del valore del suolo su cui sorgono. Il suolo è infatti qualcosa che "esiste" e non è prodotto. Si tenga comunque presente che le case prodotte e vendute in ciascun anno sono di solito una piccola frazione di tutte le compravendite di case nello stesso anno." (vedi Bruno 2017).

al loro valore intrinseco, dove il fine della strategia di acquisto consiste nell'anticipare l'opinione media dei soggetti che intendono acquistarle<sup>9</sup>. In un concorso di bellezza (*beauty contest*) occorre indovinare quale sarà la ragazza considerata più bella dagli altri partecipanti..."non è quindi il caso di scegliere quelle [facce] che, secondo il proprio miglior giudizio, siano veramente le più belle, nemmeno quelle che l'opinione media pensi che siano le più belle. Abbiamo raggiunto il terzo grado dove impieghiamo la nostra intelligenza per anticipare quella che è l'opinione media rispetto a quale dovrebbe essere l'opinione media. E ci sono alcuni, credo, che praticano il quarto, il quinto ed ulteriori passi [di questo ragionamento, n.d.t.]" (TG 1936, p. 154-155)<sup>10</sup>.

### **Dall'economia reale all'economia finanziaria**

Esiste poi un altro aspetto che consente di collegare la 1bis) allo schema teorico che ho presentato nell'articolo su *Bollettino*. Esso è connesso strettamente al rallentamento dell'attività produttiva dovuto a una contrazione della domanda. In questo caso il numeratore del secondo membro della 1bis) si ridurrebbe, come si ridurrebbe la domanda di moneta rispetto alla quantità di moneta immessa nel circuito. Chiaramente la riduzione della domanda di beni comporta una riduzione della capacità produttiva utilizzata senza che il movimento dei prezzi sia in grado di contrastarne la tendenza, così da compensare significativamente la riduzione del numeratore della 1bis). Come mostrato in Pannone

---

<sup>9</sup> Va detto che le due teorie della moneta, quella di Marx e quella di Keynes, sembrano in realtà molto diverse. Per Marx la moneta diventa un oggetto del desiderio, che si accaparra e si conserva per sé stesso. *Hoarding* per Marx non è una forma di risparmio economico ma una forma feticizzata della domanda di moneta (De Brunhoff e Foley 2006), che può poi eventualmente trasferirsi nella forma di altri beni materiali (obbligazioni, azioni, proprietà immobiliari, ecc). I beni, in altri termini, non vengono ceduti per acquistarne altri ma per sostituire la forma fisica del bene bene con la forma moneta. Per Keynes, invece, la preferenza della liquidità che soggiace alla domanda di moneta sembrerebbe dipendere dal tasso di interesse. Ma questa rappresentazione è solo la *vulgata* che si ricava dai manuali di economia *mainstream*. In realtà, anche in questo caso, la domanda di moneta per motivi speculativi di Keynes non ha nulla a che vedere con forme di risparmio economico incentivate o meno dal livello esistente del tasso di interesse, ma rappresenta la via obbligata per soddisfare il feticismo della 'scommessa' e del gioco d'azzardo in borsa (vedi sotto esempio del *beauty contest*). In questo senso i punti di contatto mi sembrano evidenti.

<sup>10</sup> Un esempio molto chiaro è rappresentato da Bitcoin, la criptovaluta ideata dal misterioso hacker Satoshi Nakamoto, dove la componente aleatoria è accentuata dal fatto che l'offerta totale massima della criptovaluta – fissata dal suo creatore a 21 milioni di unità, che vengono lentamente estratti dai cosiddetti 'miner' risolvendo algoritmi via via più complessi - è rigida, il che rende il suo prezzo molto sensibile alla domanda. Di fatto, come sottolineano Amato e Fantacci (2016) "il prezzo di Bitcoin sembra dipendere dall'attenzione mediatica più che da qualunque altro fattore. Recenti autorevoli ricerche suggeriscono che si tratta di un rapporto statisticamente significativo..A far salire il prezzo di Bitcoin, più di qualunque sua virtù intrinseca, è il fatto stesso che se ne parli". Considerazioni analoghe possono essere applicate quando il prezzo di Bitcoin si sgonfia. Tale volatilità è stata poi accentuata in seguito all'autorizzazione formale della Commodity Futures Trading Commission, avvenuta il 18 dicembre 2017, a negoziare contratti futures su Bitcoin.

2021 questa inerzia dei prezzi è perfettamente compatibile con la prevalenza in tutta l'economia di forme di mercato non concorrenziali, che giustificano comportamenti collusivi da parte delle imprese concorrenti, almeno fino al punto in cui l'economia non raggiunga il punto di collasso, situazione in cui anche una sanguinosa guerra dei prezzi verrebbe alla fine contemplata tra le possibilità<sup>11</sup>. La caduta della produzione ( $Q$ ) provocherebbe una disuguaglianza nella  $1bis$ ) analoga a quella precedentemente descritta nel paragrafo precedente, e solo la caduta di  $V$  sarebbe in grado di riportare l'equilibrio nella circolazione monetaria. Mentre trattenere moneta per motivi prudenziali è però ragionevole per i percettori di salari, che possono cercare forme di risparmio prevalentemente di tipo obbligazionario allo scopo di salvaguardare il proprio potere di acquisto; al contrario, acquisire azioni a rischio medio/alto consentirebbe alle imprese di contrastare la riduzione del flusso di profitti monetari che si verifica in seguito alla contrazione dell'attività produttiva<sup>12</sup>. Tale contrazione dell'attività economica, infatti, porta a una riduzione del numero di lavoratori impiegati nella produzione e ad una conseguente riduzione del plusvalore. Nel mio schema teorico (Pannone 2021), il plusvalore coincide perfettamente con il flusso dei profitti monetari in quanto i lavoratori vengono impiegati nella produzione solo se le imprese ricevono un chiaro segnale di domanda che renda concreta la possibilità di realizzare la vendita dei beni prodotti, e

---

<sup>11</sup> L'idea che la quantità di beni effettivamente prodotti dipenda dal livello della domanda aggregata, e non dal livello dei prezzi o dal ciclo delle scorte, era stata già intuata da Keynes nel settimo capitolo della TG. Oggi questo aspetto risulta ancora evidente in seguito alla diffusione di ICT che hanno progressivamente determinato la transizione da un approccio alla produzione centrato sul prodotto – dove il consumatore acquista qualunque cosa l'impresa decide di portare sul mercato - a un approccio centrato sul cliente – dove l'impresa produce e porta sul mercato quello che il cliente vuole comprare e nel momento in cui vuole comprare, in virtù di un uso potenzialmente più flessibile e modulare del capitale fisso. A livello aggregato, quindi, non ci sono quantità eccessive di beni prodotti in eccesso che possano esercitare una significativa spinta dei prezzi a cadere. Variazioni dei prezzi potrebbero verificarsi certamente in alcuni settori ma, come detto, la prevalenza di forme di interazione competitiva di tipo oligopolistico rende decisamente più probabili comportamenti collusivi e inerzia dei prezzi.

<sup>12</sup> Notiamo che in quelle economie (come il Regno Unito), in cui il possesso di attività finanziarie è comunemente mediato da fondi pensione e assicurazioni, le quali investono decisamente di più in titoli obbligazionari che in azioni. Diverso, però, potrebbe essere il discorso per economie, come gli Stati Uniti, in cui il possesso diretto di titoli obbligazionari e di azioni da parte delle famiglie è maggiormente consistente, e in cui anche gli investimenti di fondi pensione e assicurazioni in azioni sono più equilibrati (Keeley 2015). Ad ogni modo la maggior parte delle azioni e delle obbligazioni sono di proprietà solo dello strato più ricco della popolazione, con una propensione al consumo più bassa degli strati più poveri. Quindi la magnitudo di un'eventuale 'effetto ricchezza' derivante dalla crescita del valore degli asset finanziari difficilmente andrebbe a controbilanciare una significativa caduta dell'attività produttiva. Come messo in evidenza da Feldstein (2010), "...né la teoria né l'esperienza passata possono rispondere alla domanda: quanto aumenta il PIL? "In effetti, un'ipotesi ottimistica sarebbe che il prezzo delle azioni aumenterà del 10%. Dato che le famiglie hanno circa \$ 7.000 miliardi di azioni, ciò implicherebbe un guadagno di ricchezza di \$ 700 miliardi, aumentando la spesa dei consumatori di circa un quarto dell'1% del PIL, un effetto gradito, ma banalmente basso, sui redditi e l'occupazione".

quindi il relativo flusso di profitti monetari<sup>13</sup>. La riduzione dei profitti monetari rispetto a quelli preventivati in base alla capacità produttiva che è stata costruita in passato – la maggior parte dei casi con il ricorso al credito - implica una caduta del saggio del profitto<sup>14</sup>. La caduta del saggio del profitto fornisce un segnale che spinge le imprese a rallentare gli investimenti in capitale fisico a investire sempre di più sui mercati finanziari per differenziare il proprio portafoglio di attività<sup>15</sup>. Chiaramente questo ultimo comportamento è molto più probabile nel caso di imprese con notevole potere di mercato e facilità di accesso al credito bancario; fattori questi che le mettono in grado di disporre e/o procurarsi liquidità supplementare e di cercare, quando è il caso, alternative di impiego redditizie in borsa<sup>16</sup>.

Per le imprese con scarsi utili e maggiore esposizione finanziaria, invece, la possibilità di accedere a nuove linee di credito e a liquidità supplementare è piuttosto limitata (se non nulla), con conseguente aumento del rischio di insolvenza di fronte all'eventuale rallentamento dell'attività produttiva. Per superare questi problemi vengono escogitati nuovi veicoli finanziari. La cartolarizzazione diventa una pratica emblematica della finanza. *“L'erogazione massiccia di credito è finalizzata a costituire mutui coperti da pacchetti di titoli che vengono venduti agli investitori nella forma di strati di titoli derivati, a prezzi che per ciascun strato riflettono i potenziali rendimenti e i rischi di default, certificati da agenzie addomesticate di rating. La vendita dei pacchetti genera flussi di liquidità destinata ad alimentare nuovo credito, spingendo a convincere sempre*

---

<sup>13</sup> “...dalla nostra analisi emerge che profitti netti monetari e plusvalore ‘netto’ non sono solo coincidenti ma rappresentano proprio la stessa cosa. Questo perché il momento della produzione...non è indipendente dal momento della sua realizzazione ossia della sua vendita. Ciò deriva strettamente dalla nostra rappresentazione della produzione, che è coerente con le caratteristiche assunte da tale fenomeno nelle economie moderne (vedi par. 4 e nota 13 e 16 in particolare). In base ad essa l'atto stesso della produzione della merce non può avvenire senza che, prima di esso, si manifesti un segnale di domanda che ne rende possibile l'assorbimento” (Pannone 2021 pp. 17-18).

<sup>14</sup> La costruzione di capacità produttiva è ottenuta nelle economie moderne principalmente col ricorso al credito. Nel mio schema teorico (Pannone 2021), esso comporta per le imprese l'assunzione di un impegno intertemporale col sistema bancario che implica una sorta di costo annuo per l'uso del capitale. Il costo unitario del capitale (un rental cost specificato in base alle caratteristiche del contratto con le banche) aumenterebbe in caso di inutilizzazione delle unità di capitale fisico acquisito e determinerebbe una riduzione dei profitti unitari e del saggio del profitto (calcolato come rapporto tra profitti unitari, da una parte, e somma dei salari dei lavoratori effettivamente impiegati nella produzione e valore del capitale di cui le imprese hanno acquisito il diritto d'uso, dall'altra).

<sup>15</sup> Come evidenziato da Paul Sweezy la tendenza alla finanziarizzazione comincia ad assumere un'espressione chiaramente riconoscibile già a metà degli anni '70 (vedi Sweezy 1987).

<sup>16</sup> Come evidenziato da William Lazonik (2014), sottostante alla pratica del buy-back in particolare, sempre più diffusa tra le grandi corporation statunitensi. E' noto, ad esempio, che i principali protagonisti della Web-tech revolution (quali Apple, Amazon, Google, Facebook, E-Bay e la stessa Microsoft), ad esempio, sono divenuti nel tempo grandi holding finanziarie, compensando in questo modo i rischi derivanti da investimenti in sviluppo di nuove tecnologie.

*nuove schiere di persone ad indebitarsi. “E’ questo l’aspetto più dirompente del nuovo paradigma della finanza globale: che il credito non venga creato su richiesta del debitore per rispondere a precise esigenze di finanziamento, ma su proposta insistente, spesso subdola, talvolta fraudolenta, di chi vuole a tutti i costi prestare”* (<http://www.palermo-grad.com/la-grande-inversione-dalla-valorizzazione-alla-finanziarizzazione.html>).

Questo fa sì che il sistema al rischio di esposizione finanziaria anche nei momenti di rallentamento dell’attività economica e non solo, come invece sottolineava Hyman Minsky (vedi Minsky 1981), nei momenti di euforia e di spinta all’accumulazione reale del capitale.

In sintesi, più peggiora o resta incerta l’attività economica, più cade  $V$ , più la moneta eccedente le necessità di transazioni finisce sui mercati azionari e più sale il prezzo degli stock finanziari. L’aumento continuo del prezzo degli stock finanziari finisce per generare, specie per le imprese corporate, un vero e proprio drenaggio di risorse dagli investimenti produttivi verso quelli finanziari, rallentando ulteriormente la ripresa dell’attività economica e contribuendo a gonfiare bolle speculative<sup>17</sup>. Nonostante questo drenaggio è piuttosto improbabile che le stesse imprese dismettano del tutto i loro futuri programmi di investimento perché questo avrebbe un pessimo impatto sugli azionisti<sup>18</sup>. Cerchiamo di capire meglio perché. Come abbiamo visto in precedenza un’enorme quantità delle operazioni di borsa degli ultimi anni è consistita in operazioni di *buyback* (ossia di riacquisto delle proprie azioni finalizzate a sostenere i corsi azionari, rendere attrattivi nuovi acquisti e ottenere capital gain). Questa pratica si fonda sull’idea di derivazione neoclassica (Teoria dell’agenzia, vedi ad esempio Jensen e Meckling (1976)) in base alla quale se un’impresa vuole massimizzare il suo valore complessivo, deve necessariamente massimizzare il valore delle quote detenute dagli azionisti<sup>19</sup>. Ora, è

---

<sup>17</sup> Le evidenze statistiche in base alle quali le società non finanziarie destinano una quota inferiore dei profitti agli investimenti fisici, mentre aumentano i rendimenti agli azionisti attraverso acquisti e riacquisti di azioni, non sono limitate agli Stati Uniti. Una consistente quantità di dati OCSE mostra come le stesse tendenze siano ormai evidenti in molte economie sviluppate. Vedi Gruber e Kamin 2017.

<sup>18</sup> Basti pensare agli strombazzamenti degli operatori TLC relative ai nuovi investimenti in infrastrutture 5G che hanno obbligato molti di loro a ‘svenarsi’ nei rilanci dell’asta delle relative frequenze, nonostante le reali possibilità di affermazione del 5G siano ancora del tutto ipotetiche (ed uso un eufemismo).

<sup>19</sup> Secondo i teorici dell’agenzia il rapporto fra consiglio di amministrazione (in rappresentanza degli azionisti) e management (alla cui testa siede l’amministratore delegato) è assimilato ad un contratto di agenzia dove il *principal* (l’azionista) affida ad un *agent* (l’amministratore delegato) la direzione dell’impresa. Il *principal* e l’*agent* sono per loro natura soggetti egoisti e perseguono i loro interessi personali: se il primo non riesce a controllare il secondo, questo perseguirà il proprio interesse anche a danno dello stesso. Come riallineare gli interessi degli uni con gli interessi degli altri? Se l’interesse

chiaro che la destinazione di un considerevole ammontare di moneta liquida al riacquisto di titoli e azioni che determina un aumento del loro prezzo a breve termine, può consentire al manager di raggiungere i propri obiettivi di utili (e di distribuzione dei dividendi tra gli azionisti) ben prima che un qualunque investimento *time-consuming* generi un eventuale analogo risultato. Questo a maggior ragione è vero per investimenti innovativi che richiedono l'impiego di una quantità consistente di risorse ad attività (come la spesa in R&S) dall'esito fortemente incerto<sup>20</sup>. Le operazioni di *buyback* sono spesso sostenute da 'notizie' che vengono fornite all'opinione pubblica e agli operatori relative alla 'dinamicità' e all' 'innovatività' dell'impresa che riacquista. Decumulare drasticamente il proprio capitale fisico fornirebbe un pessimo segnale agli investitori che vogliono acquistare titoli e azioni. Non a caso sta assumendo sempre maggiore peso nei bilanci delle imprese il ruolo delle spese di manutenzione e la cosiddetta manutenzione predittiva – ossia l'attività di previsione dei requisiti di manutenzione dei macchinari in conseguenza dei loro tempi di inattività sia pianificati che non pianificati<sup>21</sup>. Tecnologie come *Internet of Things (IoT)*, *Big Data Analytics*, *Cloud computing* permettono infatti di monitorare, grazie a una rete di sensori intelligenti distribuiti sulle apparecchiature degli impianti, le condizioni di salute delle diverse componenti elettriche e meccaniche ricevendo informazioni utili su una serie di parametri tecnici (ad esempio la temperatura dell'olio, il numero di vibrazioni, le ore di esercizio, le correnti di assorbimento dei motori ecc.). Le informazioni ricavate possono essere aggregate e processate per stimare un quadro preciso sullo stato del singolo componente (e quindi dell'impianto in generale) determinando le probabilità e le tempistiche di un eventuale guasto o malfunzionamento.

---

dell'azionista è vedere crescere il valore delle azioni detenute (*shareholder value*) allora bisogna retribuire il management con la possibilità di acquistare azioni a prezzi scontati incentivandolo a ricercarne costantemente l'aumento di valore (*stock options*).

<sup>20</sup> Calcola per esempio Lazonick (2014) che negli Usa le medicine costano molto più che in altri Paesi. Le case farmaceutiche si sono sempre difese dicendo che grazie ai prezzi più elevati possono investire in ricerca e sviluppo. Peccato che Pfizer - per fare un solo esempio - dal 2003 al 2012 abbia usato il 71% dei propri utili per *buyback* e il 75% per pagare dividendi. Oltre alle grandi case farmaceutiche, tra i più grandi ricompratori di stock ci sono le aziende leader della rivoluzione ICT. Apple, infine, ha da poco annunciato un nuovo piano di *buyback* "senza precedenti" da 100 miliardi di dollari; quello da 210 miliardi verrà completato nel trimestre in corso.

<sup>21</sup> Più in generale la dottrina della manutenzione del capitale è un principio fondamentale del moderno diritto societario. Essa sottolinea un dovere fondamentale delle società a mantenere intatto il capitale per la sicurezza dei creditori che conferiscono il mandato ai tribunali per controllare se il capitale è dissipato legalmente o meno. La manutenzione di capitale in contabilità riguarda due aspetti: quello della manutenzione del capitale finanziario e quella della manutenzione del capitale fisico. Quest'ultima implica che il capitale fisico possa considerarsi 'manutenuto' solo se la sua produttività fisica o la sua capacità operativa è pari o superiore a quella esistente all'inizio del periodo (si veda <http://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.20110803095547696>).

In questo modo è possibile intervenire preventivamente sul danno, scongiurando eventuali fermi macchina con tutte le loro numerose e onerose implicazioni.

Le nuove possibilità di investire nel mantenimento dei macchinari e del capitale fisico rallenta significativamente il processo di ‘distruzione’ del capitale eventualmente eccedente e non ancora ammortizzato, attenuano il crollo completo della spesa per investimenti e contribuiscono a ‘cronicizzare’ il fenomeno dell’inutilizzazione di capacità produttiva al di sopra dei livelli ritenuti ‘normali’; fenomeno quest’ultimo che continua a permanere anche nelle fasi di ripresa dell’economia<sup>22</sup>. Possiamo osservare, ad esempio, come il trend di lungo periodo dell’utilizzazione di capacità negli Stati Uniti mostri un declino secolare. Negli ultimi 50 anni, dopo ciascuna delle recessioni più importanti, il picco di utilizzazione di capacità si è attestato sempre a un livello più basso del precedente. Vedi grafico sotto.

---

<sup>22</sup>Osserviamo come questo argomento sia in contrasto con alcuni importanti aspetti dell’analisi di Marx. Nei *Manoscritti del 1861-63* che contengono le *Teorie del plusvalore*, discutendo le tesi di David Ricardo a proposito delle crisi (vedi RICARDO 1821 cap. 20 e 21), Marx sostiene che se - in seguito a una crisi economica - il processo di produzione fosse arrestato e il processo lavorativo e limitato o, in certi casi, completamente fermato, vi sarebbe distruzione di capitale reale. In altri termini, il macchinario che non viene utilizzato non è più capitale, così come il lavoro che non viene sfruttato e le materie prime che giacciono nei magazzini. Questa tesi di Marx è perfettamente condivisibile se guardiamo al modello produttivo che si è andato affermando all’epoca della stesura del primo libro del *Capitale*, caratterizzato dal sistema di fabbrica in cui operano massicciamente macchine e impianti tecnicamente indivisibili (ossia o attivi o non attivi). Ad ogni modo, la recente diffusione di tecnologie ICT in quasi tutti i processi produttivi permette oggi un uso più modulare dei macchinari in base alle necessità di produzione. Questo vuol dire che possono essere utilizzate parti di una macchina mantenendone, attraverso la manutenzione, parti che non sono temporaneamente in uso. Ciò evita di distruggere capacità produttiva anche nelle fasi di parziale inutilizzazione – ossia di eccedenza - della stessa. L’esistenza di ricorrenti eccessi di capacità produttiva al di sopra del livello ritenuto ‘normale’ (82/85% circa) nella maggior parte delle industrie globali, ossia nelle industrie che operano in modo efficace in tutti o nella maggior parte dei mercati di tutto il mondo, a partire dagli anni ‘90, è una caratteristica ormai ampiamente riconosciuta da molti studiosi (vedi ad esempio CROTTY 2002 e 2017).

### Peak capacity utilization following major recessions over the past 50 years

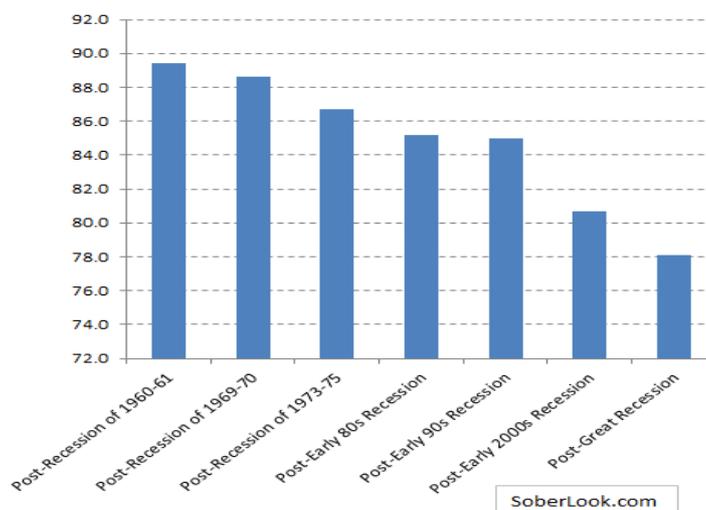


Grafico 2: eccesso di capacità produttiva nelle fasi post recessive in USA. Fonte: Soberlook.com

### Il trionfo (visibile) della ‘casa di carta’

A partire dalla seconda metà degli anni '90, la crescita progressiva di valore degli asset finanziari comincia ad essere chiaramente visibile, come anche appare evidentissima la progressiva espansione dell'economia finanziaria rispetto a quella reale – ossia l'insieme delle attività produttive tangibili che forniscono beni e servizi – che si impantana già agli inizi del XXI secolo, come riconoscono gli stessi cantori del capitalismo, in una fase prolungata di ‘stagnazione secolare’<sup>23</sup>. Vedi grafici sotto:



### PIL (U.S.A.) vs S&P 500 (Normalizzato a 100)

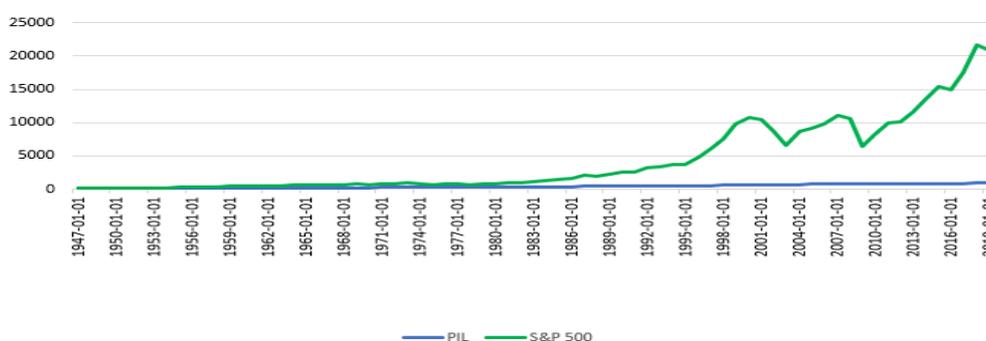
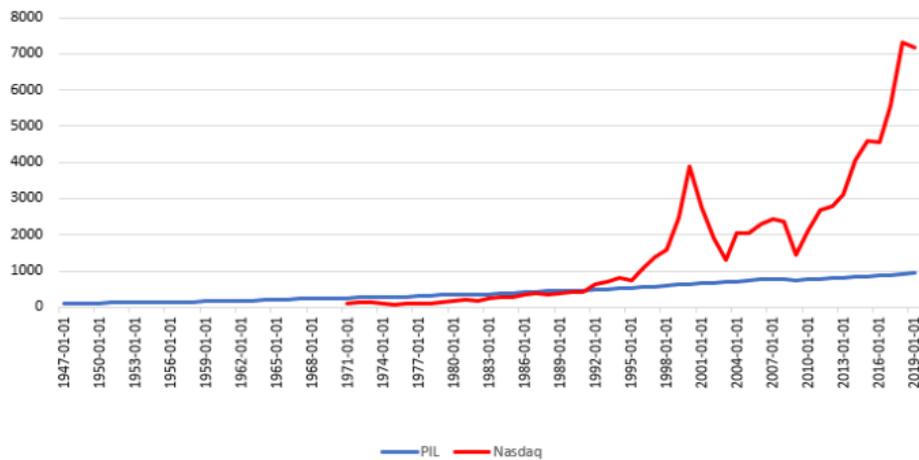


Grafico 3: PIL vs S&P 500. Fonte: <https://lospiegone.com/2020/06/11/main-street-vs-wall-street-la-divergenza-tra-economia-reale-e-mercati-finanziari/>

<sup>23</sup> Come noto, il dibattito sulla ‘stagnazione secolare’ ha preso le mosse nel 2013 per merito di Larry Summers il quale, riprendendo una tesi avanzata da Alvin Hansen nel 1939, ha sostenuto che le economie moderne sono destinate a una ‘nuova normalità’ fatta di bassa crescita e di una quota non eliminabile di disoccupazione.

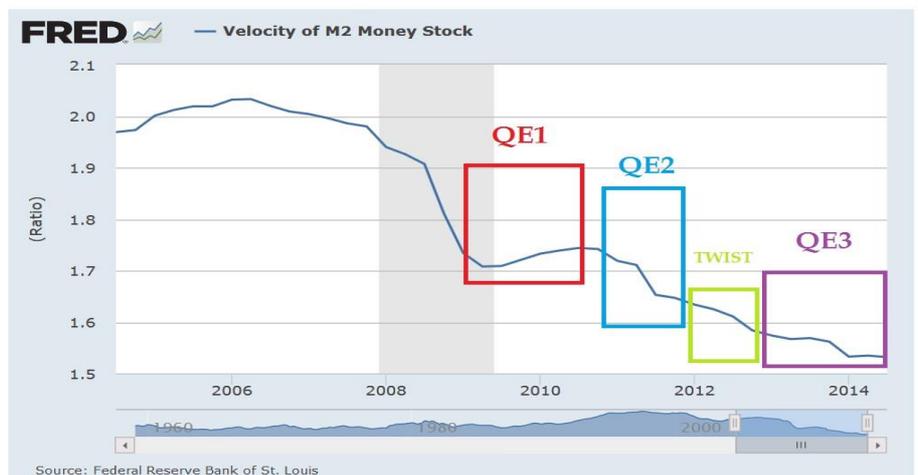


**PIL (U.S.A.) vs NASDAQ (Normalizzato a 100)**



**Grafico 4: PIL vs NASDAQ.** Fonte: <https://lospiegone.com/2020/06/11/main-street-vs-wall-street-la-divergenza-tra-economia-reale-e-mercati-finanziari/>

A poco sono valse le politiche fortemente espansive adottate dalla FED e da altre Banche Centrali dopo lo scoppio della Grande Crisi del 2007-2008, che non hanno fatto che accentuare la caduta della velocità di circolazione della moneta (vedi grafico sotto) e l'ipotizzata migrazione della moneta verso i mercati finanziari. Vedi grafico sotto.



**Grafico 5: Velocità di di M2 e Quantitative Easing.** Fonte Federal Reserve Economic Data

Cerchiamo di capire meglio perchè? Lo scoppio della bolla dei mutui subprime che innesca la crisi finanziaria, come noto, compromette seriamente la reale possibilità delle banche commerciali di concedere prestiti, in quanto i loro bilanci si trovano ad essere fortemente gravati dalla presenza di titoli obbligazionari a reddito fisso (prevalentemente pubblici), ormai considerevolmente ridotti di valore. L'impossibilità di procurarsi

liquidità sul mercato interbancario, a causa della generalizzazione della crisi di fiducia, induce le stesse banche ad essere estremamente caute nel concedere credito sia alle famiglie – in primo luogo sul mercato dei mutui – che alle imprese. Per ripristinare la capacità del sistema bancario di concedere prestiti al settore privato, attraverso le misure di *QE*, le Banche Centrali creano ‘dal nulla’ una quantità enorme di moneta elettronica per acquistare o titoli obbligazionari detenuti dalle banche sia allo scopo di migliorare (quando possibile) i loro bilanci sia di ridurre il costo del credito per famiglie e imprese<sup>24</sup>. Quando gli acquisti di tali titoli sono consistenti, infatti, il loro prezzo tende ad essere relativamente alto. Il tasso effettivo di interesse, misurato dal rapporto tra reddito fisso e prezzo del titolo, tende di conseguenza ad essere relativamente basso, rendendo i prestiti della banca relativamente poco onerosi (vedi nota 4). Da un’ampia disponibilità di moneta e da bassi tassi di interesse, le Banche Centrali si aspettavano quindi che le famiglie (i cui oneri debitori diminuiscono) consumassero di più e che le imprese produttive migliorassero la loro posizione debitoria riprendendo ad investire<sup>25</sup>. Questo, però, difficilmente avrebbe potuto verificarsi. Consideriamo ad esempio le famiglie. L’estensione del credito dopo un periodo di grande debolezza dell’economia potrebbe riprendere molto lentamente, nonostante i bassi tassi di interesse, a causa dell’eccessivo livello di indebitamento raggiunto in passato dalle famiglie (vedi ad esempio Antoshin et al. 2017). Inoltre, sebbene un effetto benefico sui consumi delle famiglie potrebbe derivare da una riduzione/ridefinizione del costo del debito che esse hanno precedentemente accumulato (ad esempio per accensione di mutui), esso è comunque fortemente limitato dallo scarso potere contrattuale che le stesse famiglie riescono ad avere nei confronti degli istituti bancari.

Effetti ancor più contro intenzionali rispetto ai fini dichiarati dell’intervento delle Banche Centrali riguardano la spesa per investimento delle imprese. Infatti, quanto più la disponibilità di credito per le imprese ridiventa ampia e vantaggiosa, e tanto più le aspettative di ripresa dell’economia si mantengono basse, tanto più è facile che il credito venga impiegato dalle imprese in investimenti finanziari, ossia in acquisto e riacquisto

---

<sup>24</sup> Questa prerogativa è ormai chiaramente confermata. Come afferma il documento n° 169 della BCE (aprile 2016) dal titolo “*Profit distribution and loss coverage rules for central banks*”, alla nota 7 a pagina 14: “*Le banche centrali sono protette contro l’insolvenza a causa della loro capacità di creare denaro e possono perciò operare con patrimonio netto negativo*”.

<sup>25</sup> Ricordiamo che anche attraverso l’istituzione di alcune misure non convenzionali (quali ad esempio il TLTRO della BCE) il sistema bancario ha potuto rinnovare prestiti anche ad imprese già molto indebitate.

(*buy-back*) di titoli e azioni, piuttosto che in investimenti produttivi, in vista dei maggiori guadagni prospettici dei primi rispetto ai secondi<sup>26</sup>.

Questo spiega perché l'intervento delle Banche Centrali all'indomani della Grande Crisi abbia prodotto solo limitati effetti sulla ripresa dell'attività produttiva dei sistemi economici occidentali e, anzi abbia contribuito ulteriormente ad accelerare la caduta di V nelle modalità chiaramente osservabili nel grafico 5.

### **Dall'inflazione finanziaria all'inflazione**

L'enorme massa monetaria disponibile a condizioni vantaggiose, fortemente accresciuta (come appena visto) dalle politiche monetarie adottate nell'ultimo decennio dalle Banche Centrali si è riversata anche su quasi tutte le materie prime e sui principali beni alimentari, contribuendo a gonfiarne a dismisura il prezzo, per ragioni molto lontane, a differenza degli *asset non riproducibili*, dalla reale scarsità dell'offerta disponibile. Se guardiamo ad esempio il grano, alimento di cui si teme una dinamica inflattiva incontrollabile a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina, sappiamo perfettamente che esso non è solo un bene alimentare di prima necessità, ma anche una commodity, ovvero un prodotto che si scambia sui mercati internazionali. Nelle operazioni di scambio gli operatori ricorrono ai **futures** che sono dei contratti finanziari con i quali l'acquirente e il venditore di una determinata commodity (oro, grano, sale, zucchero, caffè, legname ecc.) si impegnano dopo un tempo prestabilito a scambiare una determinata quantità di quella merce a un prezzo prefissato<sup>27</sup>. L'eccessiva proliferazione dei futures porta a dei paradossi inaccettabili. In pratica, succede che tra i prezzi dei titoli scambiati in Borsa e la materia prima fisicamente coltivata nei campi non c'è più alcuna relazione. I prezzi sono determinati dalla dinamica che si crea nella "scommessa", più che nel mercato reale. E i prezzi reali seguono come un'ombra ciò che è stato scommesso o immaginato – praticamente il prezzo che si forma artificialmente sulle borse merci internazionali (prima tra tutte quella di Chicago), viene trasmesso a livello locale. Così, i prezzi dei

---

<sup>26</sup> Dal 2009 al 2017, secondo i calcoli di Artemis Asset Management, le sole aziende americane hanno riacquisito in Borsa azioni proprie (*buy-back*) per un totale di 3.800 miliardi di dollari. Sia nel 2015 che nel 2016, anni da record, hanno speso per comprare i propri titoli e per distribuire dividendi più di quanto abbiano totalizzato come utili.

<sup>27</sup> I futures rappresentano sorta di assicurazione sul futuro stipulata tra le parti, in quanto non è possibile prevedere con mesi o anni di anticipo i prezzi che avranno il grano o lo zucchero in un determinato periodo futuro: in questo modo si evita che il prezzo sia troppo basso o troppo alto per l'una e l'altra parte. Detto in altri termini, si fa un contratto in cui si stipula che la merce sarà scambiata a un prezzo concordato anticipatamente.

generi alimentari non dipendono tanto da come è andato l'ultimo raccolto, ma anche e soprattutto da cosa avviene in borsa. Se alla borsa di Chicago il prezzo del grano sale, salirà in tutto il mondo, anche se i fondamentali non sono cambiati e i raccolti sono stati buoni. Questo spiega, ad esempio, il motivo per cui, durante la crisi da coronavirus, i prezzi dei generi alimentari sono aumentati, quando il cibo era tutt'altro che carente. Difficile quindi attribuire l'attuale aumento del prezzo del grano al blocco dei porti Ucraini.

Un altro esempio eclatante è rappresentato dal prezzo del gas, cominciato a salire in modo evidente già ben prima dell'invasione russa dell'Ucraina. Vedi grafico sotto.



**Grafico 6: Andamento del prezzo medio al dettaglio del gas in USA negli ultimi 18 mesi. Fonte Gasbuddy.com**

Data la struttura prevalentemente oligopolistica dei mercati, gli aumenti generalizzati dei prezzi delle materie prime e di altri generi alimentari, che comportano aumenti dei costi per la maggior parte delle imprese, sono facilmente traslabili sui prezzi<sup>28</sup> e contribuiscono a re-innescare, con il concorso delle strozzature nelle catene del valore globali all'indomani della pandemia<sup>29</sup>, la ripresa del fenomeno dell'inflazione, sostanzialmente sopito nelle economie occidentali da quasi quattro decenni. Questo accrescerebbe la contrazione della domanda, gli effetti recessivi e i presumibili processi di ristrutturazione dei mercati, anche in virtù del prospettato aumento dei

<sup>28</sup> Come suggerito in Pannone 2021, la decisa prevalenza di forme di mercato oligopolistiche nell'economia porta ad ipotizzare l'esistenza di comportamenti collusivi sui prezzi. Questo però non implica, necessariamente, l'assunzione di prezzi fissi. I prezzi, infatti potrebbero aumentare se, come nel caso che stiamo considerando, ci fosse nell'economia un aumento del costo delle materie prime generalizzato a tutte le imprese. In questo caso il costo di produzione aumenterebbe per tutte le imprese, che potrebbero ragionevolmente convergere su un nuovo prezzo di equilibrio più alto.

<sup>29</sup> Vedi ad esempio qui: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/02/15/Supply-Bottlenecks-Where-Why-How-Much-and-What-Next-513188>

tassi di interesse da parte delle Banche Centrali, che renderebbe insopportabile, per (almeno parte delle) imprese e famiglie, il peso del debito contratto in passato.

## Conclusioni

Ritengo che il tentativo condotto in queste pagine consenta di riconnettere l'espansione della ricchezza finanziaria, e la conseguente insopportabile accentuazione delle diseguaglianze distributive degli ultimi 25 anni nelle economie capitalistiche<sup>30</sup>, alla riduzione (o al non aumento) del plusvalore (e dei profitti) derivante(i) dallo sfruttamento del lavoro produttivo; riduzione a sua volta associabile a un sempre più cronico *mismatch* tra capacità produttiva disponibile e la domanda di beni. Tale *mismatch* non può, però, essere interpretabile, se non in modo estremamente riduttivo, come 'sottoconsumo', in quanto esso permane o si accentua anche nelle fasi di ripresa dell'attività economica.

Il processo sopra descritto favorisce e accentua la migrazione della moneta in eccesso alle necessità di transazioni verso i mercati finanziari e l'acquisto di *asset non riproducibili* (come ad esempio titoli, azioni, beni immobili ecc.) e di *commodity* (materie prime e i principali beni alimentari), gonfiandone continuamente il loro prezzo e rendendo sempre più attrattiva e conveniente l'economia di carta rispetto a quella reale. Ripercorriamo sinteticamente i passi di tale processo:

- 1) Forte insufficienza della domanda rispetto alla capacità produttiva disponibile che tende a 'cronicizzarsi', anche a causa dell''inerzia' dei prezzi dei beni (dovuta alla forte prevalenza di forme di mercato oligopolistiche) e della possibilità di ritardare, con 'mirate' attività di manutenzione, la distruzione del capitale fisico acquisito mediante il ricorso al credito bancario (vedi nota 14);

---

<sup>30</sup> In realtà, una parte considerevole dei processi redistributivi della ricchezza aveva cominciato a prendere forma già negli anni '80, quando praticamente tutti i paesi hanno visto ridursi la quota dei salari sul PIL. Nello stesso periodo, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove Ronald Reagan e Margaret Thatcher guidano la "rivoluzione conservatrice" nel mondo occidentale, gli incrementi della quota di reddito posseduta dell'1% più ricco della popolazione a scapito del restante 99%, comincia a registrare una crescita sostanziale. In Spagna, Germania, Svezia e Francia, questo processo di redistribuzione inizia solo a metà degli anni '90 o addirittura all'inizio degli anni 2000 (Hein 2015). Quindi La distribuzione sempre più diseguale del reddito tra salari e profitti (inclusi dividendi, pagamenti di interessi e utili non distribuiti) è andata di pari passo con una distribuzione più diseguale del reddito personale tra i salariati (cioè tra lavoratori a basso reddito e top manager, sport e star dello spettacolo e dipendenti del settore finanziario). Il calo del potere contrattuale dei sindacati e il cambiamento nella struttura dell'economia hanno contribuito alla stagnazione dei salari reali nelle industrie manifatturiere tradizionali (vedi Carnevali et al. 2022). L'impressionante crescita della ricchezza finanziaria degli ultimi 25 anni ha prepotentemente accentuato e consolidato il fenomeno dell'enorme diseguaglianza della ricchezza in tutte le economie capitalistiche.

- 2) aumento dei costi unitari di produzione che determina una riduzione dei profitti per unità di prodotto venduto e una riduzione del flusso di profitti monetari<sup>31</sup>
- 3) riduzione del saggio del profitto definito come rapporto tra flusso di profitti derivanti dal lavoro produttivo e capitale totale (inteso come somma dei salari dei lavoratori e del valore del capitale fisico acquisito con l'intermediazione del credito bancario)
- 4) progressivo spostamento della moneta verso mercati finanziari e crescita del prezzo di titoli, azioni, ecc.
- 5) aumento del rendimento di titoli, azioni, ecc. che rende l'impiego di moneta in queste attività sempre più vantaggioso rispetto agli investimenti in attività reali;
- 6) progressivo drenaggio delle risorse delle imprese dagli investimenti reali verso quelli finanziari<sup>32</sup>.
- 7) riduzione degli investimenti reali che determina un'ulteriore riduzione della domanda e un'ulteriore contrazione dell'attività reali e dei profitti che derivano da lavoro produttivo, alimentando così il circolo vizioso e la tendenza verso l'economia di 'carta'.

Le politiche monetarie recentemente adottate dalle Banche Centrali hanno manifestato scarsa (se non nulla) possibilità di invertire il processo e anzi hanno concorso ad accelerare il fenomeno della migrazione dell'economia reale verso l'economia finanziaria. Allo stato dei fatti, se, come annunciato dalla FED recentemente, le politiche delle Banche Centrali diventassero meno accomodanti, potrebbe delinearsi concreti rischi di forte correzione dei corsi azionari. A quel punto si manifesterebbero significativi problemi di liquidità, come già avvenuto nel 2007-2008 dopo che la FED ebbe aumentato il tasso di sconto, che diverrebbero particolarmente gravi per le imprese più piccole e potenzialmente molto esposte dal lato del debito. Aumenterebbe così il rischio di una catena di fallimenti che porterebbero l'economia di nuovo in una fase di depressione e con un livello di concentrazione e centralizzazione del capitale più alto (vedi Brancaccio et al. 2018)<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Ricordo che nel primo articolo su *Bollettino* (Pannone 2021) ho mostrato che il flusso dei profitti coincide col plusvalore, data 'la contestualità' del momento della produzione e quello della vendita che caratterizza i sistemi di produzione moderni. Quindi - a parità del saggio di sfruttamento del lavoro, ossia del rapporto tra plusvalore e capitale variabile - minore plusvalore implica minori profitti monetari derivanti dal lavoro produttivo.

<sup>32</sup> Come evidenziano Dodig e Hein (2015), le società non finanziarie hanno aumentato i loro investimenti di portafoglio nei mercati azionari e hanno aperto nuove filiali finanziarie anziché acquistare nuovi macchinari e impianti. La quota dei redditi finanziari delle imprese è aumentata a partire dall'inizio degli anni '80, ma si incrementa notevolmente a partire dagli anni '90 (vedi la figura 3 in Carnevali et al. 2022; <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09538259.2022.2062961?fbclid=IwAR3ySBNf5IZtrilAIQbbS9S076wWmEWp7JDFqY7S8ZnAQ2N0Ca5uYwzW1yg> ).

<sup>33</sup> Il processo di concentrazione e centralizzazione del capitale sembra comunque già in atto da tempo. Secondo un recente studio condotto dal Politecnico Federale di Zurigo (link [https://arxiv.org/PS\\_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf](https://arxiv.org/PS_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf)) esiste un nucleo di solo 1300 imprese che controlla circa la metà di tutte le multinazionali, e la cui proprietà resta perlopiù nel nucleo stesso, attraverso complicati meccanismi di partecipazione reciproca. Cioè esiste un piccolo gruppo di

## BIBLIOGRAFIA

**Amato M., Fantacci L.** (2016), *Per un pugno di bitcoin, Rischi e opportunità delle monete virtuali*. Università Bocconi Editore.

**Antoshin S., Arena M., Gueorguiev N., Lybek T., Ralyea J. and Etienne B.** (2017) "Credit Growth and Economic Recovery in Europe After the Global Financial Crisis" FMI Working Paper, 17/256.

**Brancaccio E., Giammetti R., Lopreite M. e Puliga M.** (2018), "Centralization of Capital and Financial Crisis: A Global Network Analysis of Corporate Control", *Structural Change and Economic Dynamics*, 45 (giugno), pp. 94-104.

**Bruno S.** (2017), "Il migliore dei mondi possibili", *Sbilanciamoci*, 29 agosto (<http://sbilanciamoci.info/migliore-dei-mondi/>).

**de Brunhoff, S. and Foley, D.** (2006) 'Karl Marx's theory of money and credit', in Arestis, P. and Sawyer, M. (Eds.): *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, pp.188–204, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton.

**Carnevali E., Ruggeri F., Veronese Passarella M.** (2022), 'Inequality and Exchange Rate Movements in an Open-Economy Macroeconomic Model', *Review of Political Economy*, DOI: [10.1080/09538259.2022.2062961](https://doi.org/10.1080/09538259.2022.2062961)

**Crotty J.**, (2002) Why There Is Chronic Excess Capacity, *Challenge*, 45:6, 21-44.

**Crotty J.**, (20017), *Capitalism, Macroeconomics and Reality: Understanding Globalization*, Edward Elgar, Northampton MA, USA.

**Feldstein, M.** (2010) "QE2 is risky and should be limited", *Financial Times*, November 2.

**Gruber J. e Kamin S.**, "Corporate buybacks and capital investment: An international perspective," Board of Governors of the Federal Reserve System, April 11, 2017.

Keeley B. (2015). *Income Inequality The Gap between Rich and Poor*, OECD insights <https://doi.org/10.1787/9789264246010-en>

**Hein, E.** (2015), " Il capitalismo dominato dalla finanza e la redistribuzione del reddito: una prospettiva kaleckiana ". *Cambridge Journal of Economics* 39 (3): 907 – 934 . [[Crossref](#)] , [[Web of Science](#)®] , [[Google Scholar](#)]

Hein, E., Dodig N., (2015), 'Finance-dominated Capitalism, Distribution, Growth and Crisis–Long-run Tendencies.' In *The Demise of Finance-Dominated Capitalism*, edited by E. Hein, D. Detzer, and N. Dodig, 54–11. Cheltenham(UK): Edward Elgar Publishing. [[Crossref](#)] , [[Google Scholar](#)]

**Keynes, J.M.** ([1936] 1973), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, in D.E. Moggridge (a cura di), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VII, London: Macmillan for the Royal Economic Society.

**Koo R.** (2011) "The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics", in *Real World Economics Review*, n.58

**Krippner, G. R.**, (2005). 'The Financialization of the American Economy.' *Socio-economic Review* 3 (2): 173–208. [[Crossref](#)] , [[Google Scholar](#)]

**Krugman P.**, "Secular Stagnation, coalmines, bubbles, and Larry Summers," The New York Times, 16 November 2013.

**Jensen M., Meckling W.**, (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", in *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no 4, pp. 305-360.

**Lazonik W.** (2014), "Profits without prosperity", *Harvard Business Review*, Vol 51, III.

**Marx, K.** (1857-58), *Lineamenti fondamentali della critica dell'economia politica*, La Nuova Italia Editrice, Scandicci (Fi), 1997, vol. I e II.

---

multinazionali, strettamente connesse, che detengono la maggioranza delle azioni l'una dell'altra: 737 dei maggiori azionisti detengono l'80% del controllo di tutte le più importanti multinazionali.

- Marx, K.** (1867), *Das Kapital: Kritik der Politischen Oekonomie, Band I*, Engl. trans. By Samuel Moore and Edward Aveling of the 3<sup>rd</sup> edn (1887), ed. by Frederick Engels, *Capital: A Critical Analysis of Capitalist Production, Volume I* (Moscow: Progress Publishers 1971).
- Marx, K.** (1894), *Das Kapital: Kritik der Politischen Oekonomie, Band III*, ed. by Frederick Engels, Engl. trans. by I. Lasker (?), *Capital: A Critique of Political Economy, Volume III, The Process of Capitalist Production as a Whole* (Moscow: Progress Publishers 1971).
- Minsky, H.** (1981), *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Boringhieri, Torino 1975... ID, 1985 *Potrebbe ripetersi?*, Einaudi, Torino.
- Pannone A.** (2018), Eccesso di capacità e stagnazione secolare. Un nuovo *framework* per l'analisi” *Economia e Politica-Rivista Online* anno 10 n. 16 sem. 2.
- Pannone A.** (2021), Sulla legge del valore-lavoro in Marx. Una nuova soluzione formale, *Bollettino Culturale*, aprile.
- Piketty T.** (2013) *Le capital au XXI siècle*, Paris, Seuil. English translation (2014) *Capital in the twenty-first century*. Cambridge (Mass.) Harvard University Press.
- Ricardo D.**, (1817), *On the Principles of Political Economy and Taxation*, 1817, III edition, 1821. <http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3113/ricardo/Principles.pdf>
- Summers L.** (2014), U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, *Business Economics*, 49, 2, 65-73
- Sweezy P.** (1997). “More (or Less) on Globalization,” *Monthly Review* 49, no. 4: 3. **Thornton, H.** (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, together with his evidence before the committees of secrecy of the two Houses of Parliament in the Bank of England, March and April 1797, some manuscript notes, and his speeches on the bullion report, May 1811. Ed. and intro. by F.A. von Hayek (London: George Allen & Unwin 1939).