

L'ascesa del capitale finanziario

Miti e realtà del boom americano

Paolo Giussani

Da più di un ventennio il funzionamento dell'economia mondiale è condizionato e alterato da un'onda lunga di investimenti speculativi, tuttora in pieno svolgimento, che ha come epicentro gli Stati Uniti ed è semplicemente senza precedenti nella storia contemporanea. Non si tratta di una semplice "bolla" o di una mania, per quanto grande e inusuale, ma di una alterazione di tutta la fisiologia del sistema economico in funzione della quotidiana alimentazione del capitale investito speculativamente, che si occupa non di creare nuovi rami produttivi e commerciali ma solo di comperare e vendere senza interruzione pezzi di carta chiamati titoli, azioni, obbligazioni e affini, con lo scopo non di ricavare il reddito prodotto dalle attività cui questi titoli si riferiscono ma di realizzare le differenze positive di prezzo dei pezzi di carta che continuamente si manifestano in tutte le borse del mondo. L'affare ideale per il capitale speculativo sarebbe acquistare azioni, di Ibm poniamo ma di qualsiasi società fa esattamente lo stesso servizio, a 20.50 dollari l'una alla borsa di Chicago per rivenderle *nello stesso istante* alla borsa di New York dove il caso vuole siano valutate in quel momento a 21.00 dollari, intascando un profitto *senza investimento* di 50 cents per azione. Naturalmente si tratta di un esempio per assurdo, speculazioni del genere non avvengono mai, ma che vale a illustrare l'intima natura del capitale impiegato speculativamente.

Tutto il denaro esistente è oggi in un modo o nell'altro connesso alla speculazione; o perché viene automaticamente immesso nei fondi-pensione dei lavoratori e nei fondi comuni dei risparmiatori, o perché viene affidato alla gestione patrimoniale delle banche, o perché le aziende maggiori del settore produttivo e commerciale lasciano in gestione i fondi liquidi alle proprie sussidiarie finanziarie appositamente create affinché li investano speculativamente; in questa o nell'altra forma nella nostra epoca il denaro *cash* sembra sparito per essere inghiottito dal buco nero della finanza: *cash is trash!* è, o meglio fino a poco tempo fa *era*, -ora la musica ha mutato tonalità e ritmo- l'imperativo dei nostri tempi, e il denaro che non venga continuamente riconvertito in qualche strumento finanziario non sembra neppure più poter aspirare all'esistenza.

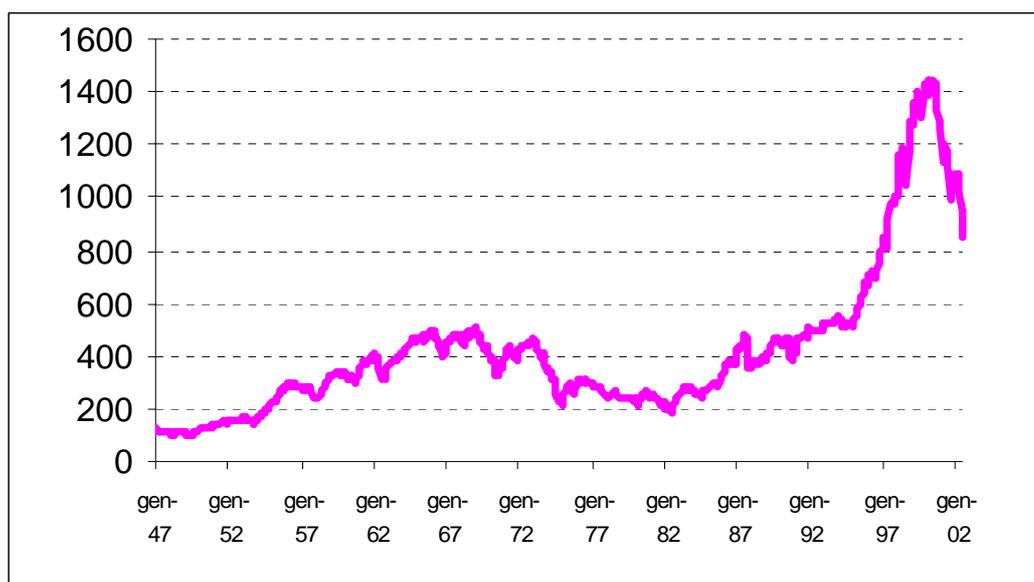
Tutti hanno più o meno qualche notizia sui processi di ristrutturazione aziendale, divenuti il leitmotiv della vita economica da una ventina d'anni e che consistono fondamentalmente di riorganizzazioni per conseguire un impiego più intenso dei macchinari e della manodopera e un risparmio sull'uso dei materiali. Questi processi di ristrutturazione societaria sono ormai diventati un modo di vita, un processo unico permanente di *downsizing* e riduzioni forzose dei costi le cui ragioni sono appunto fondamentalmente finanziarie e per nulla tecnologiche. I valori dei titoli azionari reagiscono subito positivamente al semplice annuncio delle ristrutturazioni (e negativamente alle notizie di incremento dell'occupazione) che permettono sovente alle società di vendere o affittare proprietà immobiliari con extraprofiti immediati.

Questa storia non è cominciata ieri, bensì più o meno venticinque anni fa, alla metà degli anni 70 nel settore della speculazione sui cambi, con la fine del regime monetario internazionale creato nel 1944 in cui il dollaro serviva come moneta di riferimento essendo l'unica direttamente convertibile in oro a 35 dollari l'oncia mentre le altre monete erano convertibili in dollari e fra loro mantenevano cambi fissi (ad es. per molto tempo la lira rimase al valore di circa 1/625 di dollaro); quando al principio degli anni '70 il sistema crollò perché gli Stati Uniti non erano più in grado di garantire la convertibilità del dollaro, al suo posto subentrò un sistema senza moneta di riferimento in cui i cambi fra le monete nazionali oscillavano

continuamente creando così la possibilità di guadagni anche fenomenali per chi avesse indovinato in anticipo la direzione delle oscillazioni. L'epoca speculativa stava vedendo la luce. La stagnazione economica mondiale degli anni 70 le mise quindi a disposizione capitali che non si riusciva più a impiegare produttivamente, gli ineluttabili passi successivi furono l'estensione delle attività speculative al mercato delle obbligazioni e infine a quello azionario verso il principio del decennio successivo.

Dal 1980 a oggi l'indice *Standard & Poor's Composite 500* della borsa di New York, che ci dà una media assai generale dei mutamenti dei prezzi delle azioni di circa l'85% del mercato, depurato del tasso di inflazione si è accresciuto di circa dieci volte, con un aumento medio annuo di quasi il 14%, salito al 25% nel periodo dal 1995 al 2000, come si osserva dal Grafico 1 che illustra l'andamento dell'indice dal gennaio 1947 al luglio 2002.

Grafico 1. Indice Azionario Standard and Poor's – Gennaio 1947-Luglio 2002



Questa ascesa fa del tutto impallidire la pur formidabile *performance* del decennio speculativo per eccellenza nella storia del capitalismo contemporaneo, i ruggenti anni 20, che videro un incremento medio annuo dei prezzi azionari di poco superiore al 12%, fino al grande *crash* dell'Ottobre 1929. Simultaneamente, il volume annuo relativo del giro d'affari di Wall Street, ossia la somma delle compravendite azionarie annue in rapporto al Prodotto Interno Lordo americano, è passato da una media praticamente costante di circa 20% nel periodo 1933-1982, a valori di 150%, 220% e 330% per gli anni 1998, 1999 e 2000 rispettivamente; il che significa che attualmente il giro d'affari annuale di Wall Street ammonta approssimativamente a poco meno di una trentina di trilioni (migliaia di miliardi) di dollari. Un incremento assolutamente incredibile— dal 25% al 330% del Pil significa più di *sedici volte* in circa vent'anni— dovuto al notevole accrescimento della velocità degli scambi —oggi un titolo azionario in media rimane in mano a un possessore non più di tre giorni— a sua volta provocato da un'eccezionale immissione *netta* di nuovo denaro nel mercato azionario, più o meno stimabile a cinque-sei volte la quantità di denaro in rapporto al Pil che veniva impiegata nella paciosa Wall Street di prima degli anni 80.

Il principio generale per cui la vita del capitale è regolata e dominata totalmente dal guadagno monetario che riesce a conseguire appare ancor più chiaramente nella finanza speculativa, dato che qui si tratta di puri numeri che aumentano da un giorno o all'altro, anzi da un minuto all'altro come per virtù magica, senza dover passare attraverso la tediosa intermediazione di nessun tipo di produzione. Naturalmente, un conto sono i profitti puramente virtuali provenienti dal semplice

aumento di prezzo delle azioni o dei beni posseduti e una storia del tutto differente sono gli effettivi profitti monetari. Se un industriale che produce mattoni vede aumentare di prezzo il terreno su cui sorge la sua fabbrica non può considerare questo aumento come un profitto puro e semplice alla stessa stregua dei profitti che ricava dalla vendita dei mattoni; dovrebbe prima vendere il terreno al nuovo prezzo e poi contabilizzarlo, ma così facendo non avrebbe più un terreno su cui far poggiare i suoi mattoni. Nella normale fisiologia economica i guadagni si realizzano perché le merci, seguendo il loro corso, vengono prodotte e vendute, dopodiché finiscono nel consumo produttivo o improduttivo, dove perdono le loro caratteristiche materiali per diventare qualcos'altro. Il loro prezzo o viene trasmesso come parte del prezzo di un'altra merce nella produzione –come il prezzo della lana diviene parte del prezzo del golf– oppure viene puramente e semplicemente distrutto nel consumo non produttivo –come capita al bene di consumo golf quando è ormai così liso da essere del tutto inservibile– mentre il denaro continua a circolare e a far cambiare di padrone e destinazione le *nuove* merci prodotte.

Nella vita del capitale speculativo le cose vanno diversamente. Qui non c'è creazione/distruzione, vige l'eternità tanto cercata dai poeti. Dentro questo circuito le stesse merci, i titoli azionari per esempio, seguitano ad esistere e circolare in eterno scambiandosi continuamente con il denaro, il quale altrettanto eternamente si scambia con esse. Se nel circuito speculativo entra *nuovo* denaro i prezzi si innalzano, quelli che vendono azioni fanno profitti mentre quelli che le azioni se le tengono possono ritenere di averci guadagnato perché ora dispongono di un valore più grande. Tutto questo dura fino a che nel circuito continua ad entrare denaro addizionale, quando l'afflusso si prosciuga s'inizia il movimento opposto, come proprio adesso sta accadendo, e prima poi si scopre che i profitti virtuali stimati ieri si sono oggi tramutati in effettive perdite.

Le origini

Una delle più diffuse credenze del senso comune economico è l'idea che esista una qualche sorta di opposizione fra speculatori e capitalisti produttivi. L'idea stessa che esistano gli “speculatori” è una delle infinite leggende metropolitane in circolazione, forse messa in giro da qualche buon moralista calvinista amante delle sofferenze del duro lavoro manuale. L'emergere del capitale speculativo nella nostra era ha precisamente origine nel settore produttivo, e per essere più precisi nel settore delle grandi *corporations* del Giappone, il maggior paese industrialista del globo. Queste aziende ritrovandosi a metà degli anni 70 dotate di notevoli surplus liquidi, cominciarono a speculare sui cambi delle divise sfruttando la forza crescente dello yen nel nuovo regime di cambi flessibili seguito al crollo di Bretton Woods nonché a prestare soldi a destra e a manca, anche all'estero. Di qui il movimento speculativo si estese alla borsa, suo naturale centro, e agli Stati Uniti, dove gradualmente assunse un'ampiezza e un movimento senza precedenti storici.

Attualmente, le interconnessioni fra capitale speculativo e capitale produttivo sono tali e tante che è impossibile dire quale dei due prevalga. Tutte le maggiori *corporations* del mondo, soprattutto quelle americane, gestiscono in modo speculativo la propria liquidità: creano proprie divisioni finanziarie che in breve diventano le più importanti; impiegano una quota consistente del loro reddito per ricomprare dal mercato proprie quote azionarie e farne salire il prezzo; valutano alla stregua di profitti gli incrementi di prezzo del proprio capitale azionario; retribuiscono in misura crescente il proprio top management con *options* sulle proprie azioni; rimpiazzano gradualmente tecnici e manager di tipo tradizionale con esperti in ingegneria finanziaria; alterano la propria conformazione societaria spezzandosi in vari segmenti per emettere azioni a scopo speculativo. Quando il malaffare *Enron* è divenuto di pubblico dominio, si è di colpo ammirato ciò che agli

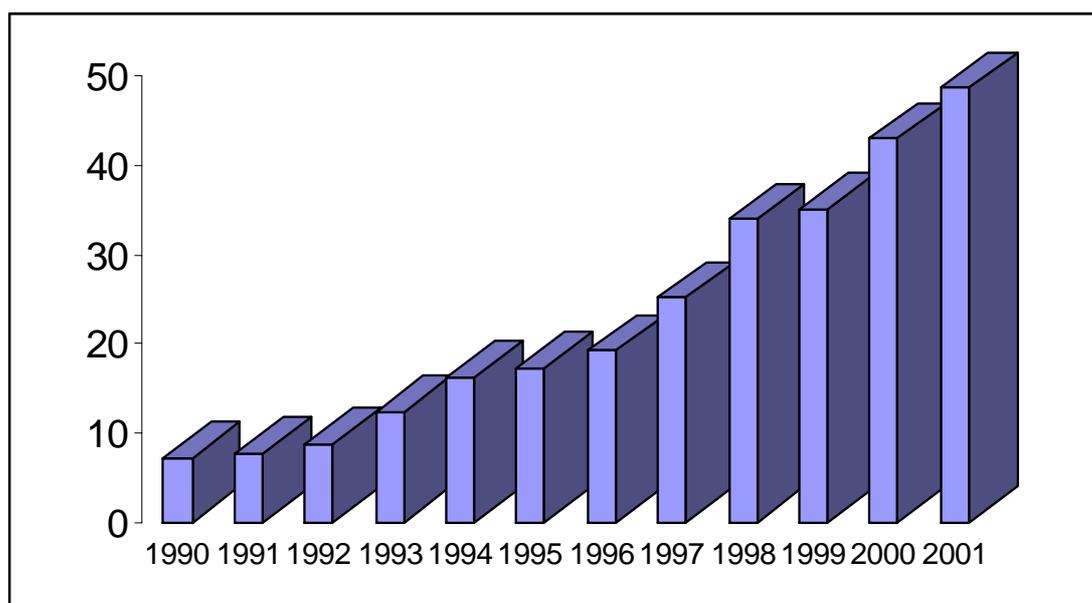
esperti era noto da molto, che molte delle corporation americane a tutto assomigliano tranne che ad aziende di produzione.

Il denaro

I responsabili del grande movimento di ascesa del capitale speculativo sono gli investitori detti istituzionali, cioè i fondi comuni e i fondi-pensione; circostanza che spiega anche la maggior ampiezza del mercato azionario americano rispetto a quello europeo. Confrontati con questi immensi canali che, mettendo insieme i soldi di molti creano un capitale speculativo socializzato, gli investitori privati sono una frazione abbastanza piccola, a sua volta dominata dalla attività delle banche, che sono un altro tipo di investitore istituzionale. Gli operatori singoli che facendo affari per proprio conto dal nulla mettono insieme fortune sono giusto qualcosa che va bene per i rotocalchi. Questo però non è certo tutto. La novità veramente grossa dei nostri tempi è che una parte consistente, e sempre più consistente, del denaro impiegato speculativamente viene dall'indebitamento, spesso creato mediante istituzioni finanziarie non bancarie che operano su livelli di rischio assai maggiori.

Allo sviluppo del debito e quindi del rischio ha contribuito in parte preponderante l'incredibile crescita dei *derivatives* nell'ultimo decennio, la vera grande novità portata dal trionfo del capitale speculativo, che ne ha innalzato il valore complessivo dai circa 600 miliardi di dollari nel 1986 ai circa 50mila miliardi nel 2001, ossia di circa ottanta volte (vedi Grafico 2).

Grafico 2. Volume complessivo di Derivati nell'economia USA (triloni di dollari).
1990-2001



Si può tranquillamente asserire che i derivati sono la forma perfetta del capitale speculativo, dato che sono lo strumento che è per eccellenza adeguato a trarre istantaneamente profitto dalle differenze di prezzo che si creano incessantemente nelle oscillazioni del mercato finanziario mondiale cioè ad avvicinare la speculazione al tipo ideale di affare di compra (a poco) e vendita (a tanto) simultanee che si è descritto all'inizio. Tuttavia la teoria ufficiale sui derivati è differente. Vengono fatti passare per uno strumento razionale di assicurazione contro il rischio, perciò il loro immane sviluppo costituirebbe nel senso comune un indice di rischio generale meno elevato. Questo punto di vista è senz'altro molto ben visto da quelli che i derivati li vendono ma è in generale difficilmente sposabile se si considera che i *derivatives* assicurano contro il rischio solo perché lo spostano su qualcun altro senza poter minimamente eliminarlo dalla scena. Il rischio in realtà si accresce perché coi

derivati l'indebitamento teorico aumenta e lo si vede bene in molte società finanziarie che si dedicano ai derivati che hanno un rapporto fra debito e capitale proprio anche superiore a 100.

Qual è allora il normale andamento delle cose nella speculazione coi derivati? I derivati esistono in un infinito numero di varietà, ma si suddividono in due fondamentali categorie: *options* e *futures*. Comprando una option io entro in possesso della possibilità (senza obbligo) di acquistare o vendere qualcosa ad un certo prezzo ad una certa data, al contrario vendendo la option mi sottometto all'obbligo imposto dal diritto del suo compratore. I futures invece obbligano tutte e due i contraenti a rispettare il contratto di compravendita futura. Non c'è via di scampo, la perdita dell'uno è il guadagno dell'altro. Molte grosse corporation americane hanno introdotto l'uso di retribuire il top management con opzioni sull'acquisto di azioni proprie. Se nel frattempo le azioni sono salite oltre il prezzo fissato sulla option, il manager eserciterà sicuramente il suo diritto a ritirare le azioni per poterle rivendere all'istante con guadagno. Il rischio viene ovviamente trasmesso alla società, che si trova di fronte alla necessità di ricomprare le azioni sul mercato e rivenderle *sottocosto* al dipendente-top manager, oppure di girargli in contanti la differenza di prezzo maturata. È anche così che il CEO medio americano è pervenuto ad un reddito che è di circa cinquecento volte quello di un lavoratore medio americano, contro le undici volte dei colleghi giapponesi e le tredici dei tedeschi.

In definitiva, nell'uso che ne ha fatto il capitale speculativo, i derivati sono divenuti un ibrido fra il credito e la scommessa, ossia una forma di credito/debito aleatorio. Sottoscrivere un derivato è come entrare in una scommessa di grandezza indeterminata con qualcuno che neppure si conosce. Ad essere decisivo non è tanto il valore nominale complessivo dei contratti derivati, che pure supera di svariate volte il PIL americano, ma le oscillazioni potenziali di tale valore perché sono queste che dovranno venire pagate in contanti. Per esempio, una variazione in una certa direzione del 5% del valore dei titoli cui i derivati fanno riferimento, potrebbe comportare la necessità di pagamenti "sull'unghia" dell'ordine di 2 o 3 trilioni di dollari, cifre svariate volte superiori a quelle sufficienti a far saltare il sistema finanziario planetario. Un assaggio, del resto, lo si è già avuto nel 1998, con il fallimento *del Long Term Capital Management*, un fondo americano dedicato alla speculazione con derivati, in cui anche la Banca d'Italia era coinvolta, che minacciò di trascinare con sé tutta la finanza globale e per ciò stesso costrinse la Federal Reserve a organizzare con urgenza un piano di salvataggio basato sulla partecipazione delle maggiori banche americane.

I fondamenti

Dato che la borsa può trasferire profitti da un settore all'altro e da un individuo a un altro, ma non creare profitti aggiuntivi per l'insieme della società, l'espansione finanziaria degli ultimi vent'anni ha dovuto basarsi su di un accrescimento straordinario dei profitti realizzati *fuori* dalla finanza nella cosiddetta economia reale, fenomeno che in effetti si manifesta in modo chiarissimo attraverso le statistiche delle contabilità nazionali. Negli Stati Uniti il rapporto fra profitti e salari complessivi come componenti del reddito nazionale si è accresciuto dal 1981 alla fine del 2000 da 0.41 a circa 0.6, un incremento di circa il 50% che annulla praticamente tutto l'avanzamento della quota salariale nei confronti dei profitti avvenuto nel corso dei trent'anni precedenti in cui il rapporto profitti/salari era calato da 0.62 del 1952 ad appunto 0.41 del 1981. Una diminuzione in queste proporzioni della quota salariale nel reddito nazionale, causata dalla stagnazione dei salari in termini di potere d'acquisto e dall'incredibile aumento dell'intensità del processo lavorativo, è un fenomeno abbastanza inedito nella storia contemporanea, e vale a spiegare la maggior parte dell'aumento della redditività del capitale nell'economia americana negli ultimi vent'anni.

Il saggio del profitto, misurato come rapporto fra il flusso annuo di profitti (lordi o netti) e l'ammontare di capitale fisso (impianti, macchinari, strutture) del settore privato dell'economia, si è accresciuto dal livello di circa l'8% nel 1981 al 15% nel 2000, ossia dell' 87.5% in 19 anni. Si tratta di un consistente recupero del declino del dopoguerra, spiegabile per il 75% mediante il peggioramento della posizione relativa dei salariati, e per il restante 25% con l'intensificazione del processo lavorativo che ha consentito il risparmio e la maggior spremitura fisica di impianti, strutture e macchinari. Tuttavia, a questi maggiori guadagni non è esattamente capitato di venire reinvestiti; all'inversione della tendenza del saggio del profitto industriale e commerciale non ha corrisposto una nuova parallela tendenza all'innalzamento del tasso di investimento ma la prosecuzione della stagnazione, già emersa negli anni 70 quando si invertì la tendenza all'aumento tipica degli anni del *golden age* postbellico. Al posto della possibile restaurazione dell'elevato tasso di investimenti del nostro boom giovanile è sopravvenuta l'accumulazione cartacea in titoli di ogni tipo sostenuta dal continuo accrescimento dei loro prezzi: qui sono finiti i maggiori profitti degli anni 80 e 90.

È vero che se si esaminano le statistiche nazionali americane si osserva un vero e proprio boom di investimenti in macchinario nella seconda metà degli anni 90 che sembra rovesciare il movimento declinante dei precedenti quindici anni. Ma questa visione è abbastanza ingannevole. Se si fa astrazione dagli acquisti di computer e altro equipaggiamento informatico il boom svanisce; per tutta la restante tipologia di macchinario, apparecchiature, impianti e strutture non vi è alcun boom, ma la continuazione del precedente andamento. E anche il grande aumento degli investimenti in apparecchiatura informatica e telecomunicativa si ridimensiona decisamente se si continua ad usare la procedura tradizionale di stima dell'inflazione dei prezzi invece della nuova, alquanto criticata, metodologia introdotta negli anni 90 che dilata a dismisura il peso del settore informatico nel PIL americano.

Perfettamente parallelo è il discorso sulla produttività. Anche il tasso di incremento della produttività del lavoro appare subire una violenta accelerazione nella seconda metà degli anni 90, in concomitanza con il boom di investimenti in strumentazione informatica, ma anche qui, se usciamo dal settore che produce tali beni per esaminare i settori che li usano produttivamente, il boom della produttività svanisce, e accade anche di peggio se invece della nuova usiamo la vecchia metodologia di stima statistica dei prezzi deflazionati. La fiaba metropolitana corrente narra tuttavia che più informatica si usa più si può accrescere la produttività del lavoro: una fiaba appunto.

Con il processo di rigonfiamento del valore del capitale azionario dovuto al continuo investimento di denaro nella borse deve naturalmente arrivare un momento in cui il valore monetario del capitale fisso delle società e il valore monetario del capitale azionario che è il proprietario teorico di questo stesso capitale fisso hanno perduto qualsivoglia corrispondenza reciproca, per quanto il capitale non possa ovviamente esistere due volte, una volta come impianti, macchinario, uffici etc. e una seconda come certificati azionari, e il detentore di un determinato pacchetto di azioni altro non sia che il detentore della proporzionale quota di capitale fisso di una determinata società. Secondo alcune stime lo stock complessivo di capitale azionario delle società comprese nell'indice *Standard & Poor's* della borsa di New York vale attualmente circa due volte lo stock complessivo corrispondente di capitale fisso delle medesime società, e quello del molto più piccolo ma assai più noto *Dow Jones Industrial Average* (circa il 21% del mercato) addirittura quattro volte, un'ascesa veramente fantastica dai livelli di approssimativa parità della metà degli anni 70, il che vuol dire che in teoria uno che possedesse l'intero indice *Standard & Poor's* rivendendolo potrebbe creare imprese identiche a quello dell'indice ma grandi il doppio, ed il quadruplo l'ipotetico proprietario del *Dow Jones*, mentre il padrone del *Nasdaq* sarebbe del tutto inarrivabile potendo innalzarsi fino a circa venti volte. Visto da un altro punto di osservazione, tale fenomeno significa solo che

nell'ambiente iperspeculativo dell'economia dei nostri tempi il reddito procurato dal possesso azionario, cioè il dividendo che è una quota dei profitti generati da una certa azienda, non conta quasi più nulla. Il rapporto fra prezzi delle azioni e profitti secondo l'indice *S&P* è salito dal valore di 6,7 volte (media del 1980) al valore di 37,2 volte (media del 2000), ossia ad un livello pari a ben 2,6 volte il rapporto medio del dopoguerra fra prezzi azionari e profitti (pari a circa 14 volte). Nel frattempo il peso dei dividendi rispetto ai prezzi azionari si è praticamente dissolto. Il rapporto fra dividendi e prezzi –grandezza che ci dice quanto ricaveremo per ogni investimento effettuato– è declinato dal 5% del 1975 all'1,2 % di fine 1999 risalendo solo lievemente all'1,5% di inizio 2002, valori che mostrano come ormai i dividendi siano diventati una componente praticamente trascurabile dei guadagni complessivi di borsa (*capital gains* + dividendi) e quindi di tutta l'attività di compravendita azionaria.

È molto difficile compiere una stima accettabile dei *capital gains* ossia dei profitti monetari derivanti dalla vendita delle azioni ad un prezzo superiore a quello di acquisto negli ultimi vent'anni. In polemica coi teorici del mercantilismo del secolo XVII, per i quali l'attività economica era una specie di rapina organizzata che aveva la sua arena nel commercio internazionale, gli economisti classici non a torto chiamavano questo tipo di profitti *profits upon expropriation* o *alienation* per distinguerli dai profitti della normale attività produttiva e commerciale. Una parte di questi profitti è stata reinvestita nel settore stesso della finanza per acquistare equipaggiamento informatico e telematico, approntare uffici ecc.; un'altra quota è finita in salari più alti e premi vari ai manager e funzionari del settore finanziario e non, denari a loro volta spesi nell'acquisto di beni e servizi di lusso, moltissimi dei quali importati; una terza si è infine composta di maggiori imposte intascate dal governo, che se ne è servito per riscattare una consistente parte del debito pubblico, operazione intesa a creare spazio al debito privato e favorire lo spostamento dell'investimento verso le obbligazioni private e le azioni. Dato che le azioni e le obbligazioni sono state potentemente usate come garanzia per avere prestiti, il notevole incremento dei profitti virtuali di cui si è detto in precedenza sta invece alla base della grande espansione creditizia che ha accompagnato e sostenuto il boom della seconda parte degli anni 90. Se poniamo assieme l'uso dei *profits upon alienation*, l'allargamento del credito e l'effetto dei consistenti mutamenti nelle procedure statistiche introdotti negli anni 90, otteniamo praticamente tutti gli ingredienti del recente boom dell'economia americana, una fase di espansione economica nettamente differente dalle altre del secolo XX, in particolare dalla grande crescita del nostro dopoguerra.

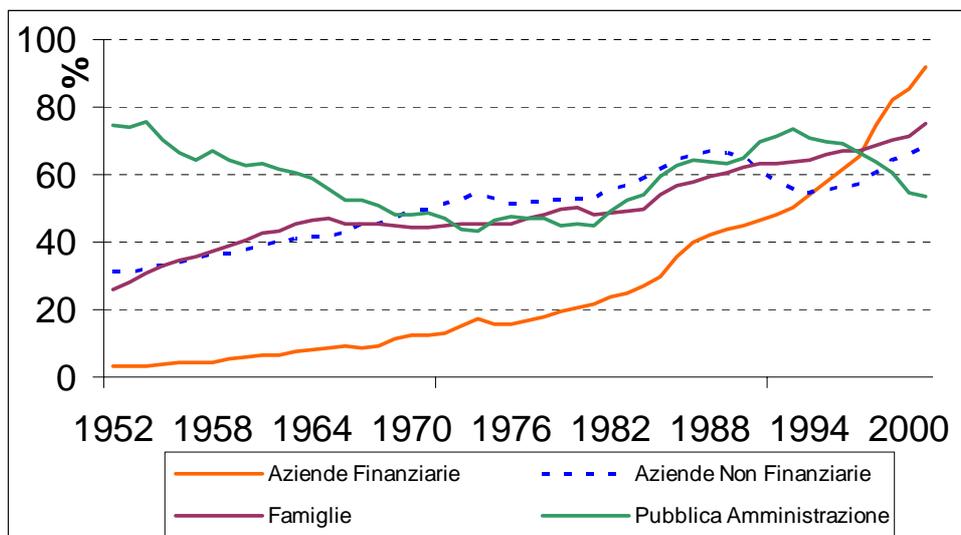
Il boom Usa

Il periodo dal 1995 al 2000 pareva aver riportato in auge negli Stati Uniti i tassi di crescita economica e di incremento della produttività dell'età dell'oro postbellica (1947-1973). Mentre dal 1947 al 1973 il tasso di crescita annuo medio del Pil aveva superato il 4%, dal 1973 al 1982 era sceso di quasi la metà al 2.3% per risalire un poco nel periodo fino al 1995 al 2.8%, ma dal 1996 al 2000 era balzato a quasi il 3.8%, dando l'idea di prepararsi ad agganciare e forse superare il mitico passato degli indimenticati decenni di Sinatra e Marylin. Nel 2001, tuttavia, il tasso di incremento del Pil è precipitato allo 0.25%, per ritornare nel 2002 verso il 2%, in linea con la solita debole crescita del periodo seguito al boom postbellico. Come sappiamo, la crescita accelerata del quinquennio 1996-2000 è stata accompagnata da un assai più impressionante aumento dei valori degli indici azionari e obbligazionari; questo movimento ha trovato il suo apice precisamente verso la fine dell'estate dell'anno 2000, allorché ha cominciato a invertirsi dando vita ad una contrazione di circa il 13% annuo medio dell'indice borsistico *Standard & Poor's* dal settembre 2000 a oggi e una diminuzione molto maggiore del *Nasdaq*. I due fenomeni sono connessi? Non vi è dubbio, dato che dipendono entrambi dalla forte

diminuzione congiunturale dei profitti delle società americane; per essere precisi, da quella che è la più consistente diminuzione congiunturale di profitti lordi e netti (-30% dal luglio 1999 al febbraio 2001) registrata dai tempi della depressione degli anni 30. I minori profitti hanno simultaneamente ridotto quasi a zero gli investimenti in capitale fisso e tolto alimento al processo di riacquisto di azioni da parte delle *corporations* e alla partecipazione ai fondi comuni. L'elevatissimo grado di indebitamento delle grandi aziende e dell'insieme della società americana è improvvisamente emerso ponendo allo scoperto l'intima fragilità della maggiore economia del mondo.

Dopo essere rimasto più meno costante attorno al 150% del Pil dagli anni 50 fino all'inizio degli anni 80, l'indebitamento interno totale dell'economia americana in vent'anni o poco più è raddoppiato raggiungendo nel 2002 i 30 trilioni di dollari, ossia il 300% del Pil. Di questo l'indebitamento pubblico è il più piccolo (circa il 47% del Pil) nonché l'unico diminuito negli ultimi decenni; il debito delle società non finanziarie è appena maggiore del debito pubblico, ma è aumentato rapidamente negli ultimi otto anni; il debito delle famiglie ha largamente superato ogni record, toccando il 77% del Pil, vale a dire più che triplicando dagli anni 50, e producendo per la prima volta nella storia un tasso *negativo* di risparmio rispetto al reddito; ultimo ma non meno importante, il debito del settore finanziario – il più elevato debito relativo settoriale e quello in cui l'indebitamento sostiene direttamente lo sviluppo dell'attività speculativa – ha raggiunto un valore pari al 95% del Pil, il che corrisponde a un incremento di 37 volte negli ultimi cinquant'anni, del 100% negli ultimi otto anni e del 27% negli ultimi venti mesi (per l'andamento di tutti questi debiti settoriali in rapporto al Pil, vedi il Grafico 3).

Grafico 3. Debiti settoriali in percentuale del PIL americano – 1952-2001



Malgrado questo immane incremento dell'indebitamento assoluto e relativo, la situazione delle casse delle corporations americane di per sé non sembra prospettare rischi assoluti a breve termine. Quello che conta non è solo il livello del debito oppure il suo rapporto con la produzione totale ma il rapporto fra l'ammontare periodico del rimborso dei debiti e il reddito; fino a che i profitti, nel caso delle aziende, e i redditi familiari per le famiglie sono in grado di sostenere il carico dei rimborsi (pagamenti di interessi + capitale) si può tirare avanti. Il ghiaccio però si sta assottigliando. Per il grossissimo debito del settore finanziario, il cui rimborso dipende in gran misura dal buon andamento della speculazione le cose stanno già su terreno cedevole; per gli altri debiti tanto una nuova recessione che un innalzamento dei tassi di interesse possono assai facilmente dare il via alla frana. Il miracolo è stato ed è tuttora prodotto dalla continua tendenza al declino dei tassi di interesse,

in corso ben dal 1981 pur fra varie oscillazioni, che hanno ormai toccato i livelli fra i più bassi del secolo in termini reali (depurati dell'inflazione) anche per l'effetto dell'afflusso quotidiano di capitali dal resto del mondo, massimamente dal Giappone e dall'Europa, mantenuto eccezionalmente elevato dalla continua stagnazione delle loro economie. Se i tassi di interesse invertissero la tendenza presente riprendendo a salire, come accaduto per esempio sino al 1981, il quadro complessivo muterebbe di colpo, rendendo assai presto il carico del debito letteralmente insostenibile per tutto l'insieme dell'economia americana; effetto per il quale sarebbe oggi sufficiente un aumento dei tassi di interesse molto meno pronunciato di quello materializzatosi nella seconda metà degli anni 70. Negli anni 70 e 80 non esistevano poi in pratica i derivati, che, come forma di credito/debito aleatorio, vanno aggiunti alla massa di debito esistente per rifinire con un tocco di temperamento schizoide la fisionomia della fragilità finanziaria già così pronunciata.

In sostanza, il destino a breve termine dell'economia mondiale dipende dalla stabilità del suo sistema finanziario, ossia dalla stabilità della finanza americana, che a sua volta oltre che dalla produzione interna di profitti dipende, un po' come l'impiccato dalla corda, dall'afflusso di capitali dal Giappone, dall'Europa e dal resto del Mondo. Questo movimento tuttavia è tanto più intenso quanto più ristagnanti e prive di prospettive sono le economie extra-americane, ma per converso tanto più contribuisce all'approfondimento di tale stagnazione, fino a minacciarle di portarle a un punto in cui le economie di Giappone ed Europa non siano più nemmeno in grado di generare un flusso esterno di capitali oppure siano costrette a interromperlo con la forza, con le conseguenze che già si sono immaginate. In breve, il momento in cui l'economia globale non sarà più in grado di generare un reddito commisurato con il carico del debito creato sembra approssimarsi. Anche stavolta, chi vivrà vedrà.

Milano, Novembre 2002