

## Perché la “Finanziarizzazione” non ha ridotto l'investimento produttivo in USA

Andrew Kliman e Shannon D. Williams

Presentato all'Associazione per le conferenze economiche eterodosse, Parigi, luglio 2012.

Prima bozza, 4 maggio 2012.

### Compendio

Il saggio d'accumulazione negli US è diminuito notevolmente negli ultimi decenni. Opere di letteratura finanziaria hanno cercato di spiegare questo fenomeno sostenendo che l'aumento dei pagamenti finanziari e degli acquisti è avvenuto a scapito dell'investimento produttivo. Qui s'intende dimostrare che tali argomenti non sono supportati dai dati. Inoltre si spiegherà teoricamente perché l'aumento dei pagamenti di dividendi e la crescita degli investimenti di portafoglio delle società sono compatibili con il fatto che l'investimento produttivo delle società non è diminuito nel corso dei primi due decenni del «neoliberismo» negli US. Ci sarebbe necessariamente un bilanciamento tra questi usi di fondi se si basassero tutti su profitti correnti, ma non vi è nessuna necessità di bilanciamento perché i fondi presi a prestito sono una risorsa supplementare. Inoltre il documento dimostrerà che il calo del saggio di profitto delle società statunitensi (saggio di rendimento degli investimenti in capitale fisso) rappresenta pienamente la caduta del loro saggio d'accumulazione del capitale.

### 1 Introduzione

Il rapporto tra la finanziarizzazione e l'accumulazione del capitale è un argomento di notevole e crescente interesse nell'ambito dell'economia politica. Poiché il saggio d'accumulazione del capitale è diminuito negli ultimi decenni, molti economisti marxisti ed eterodossi hanno spiegato il fenomeno in termini di «finanziarizzazione» crescente delle aziende sotto il neoliberismo. Questi autori sostengono che il crescente coinvolgimento delle società nei mercati finanziari – nei quali si caratterizzano come un particolare modello neoliberale di direzione aziendale (*corporate governance*) – ha deviato i profitti dalla produzione, portando quindi a un calo nel saggio d'accumulazione del capitale (Duménil e Lévy 2004, 2011; Husson, 2008, 2009; Orhangazi 2007, 2008; Stockhammer 2004, 2009). Noi sosteniamo che la finanziarizzazione non ha soppresso gli investimenti produttivi negli US. In particolare dimostriamo che i dati ufficiali governativi (il reddito nazionale, l'entità della produzione e l'entità del flusso di fondi) indicano che nel neoliberismo non c'è stata alcuna distrazione del profitto dalla produzione ai mercati finanziari. Al contrario, i dati indicano che la quota di profitto che è stata investita produttivamente era leggermente superiore durante le prime due decadi di neoliberismo negli US rispetto ai tre decenni precedenti. E poiché il profitto non era distolto dalla produzione, la caduta del saggio d'accumulazione (cioè, il saggio di crescita degli investimenti produttivi accumulati) durante il periodo successivo alla II Guerra Mondiale era dovuto interamente alla caduta del saggio di profitto delle società. Questo dato può sembrare in contraddizione con il fatto che le aziende hanno aumentato in modo considerevole il loro coinvolgimento nei mercati finanziari, attestato, per esempio, dall'aumento delle loro attività finanziarie sulle attività complessive, e dall'aumento dei loro pagamenti finanziari rispetto ai profitti. Tuttavia, a nostro avviso non c'è nessuna contraddizione tra questi fenomeni e il fatto che i profitti non sono stati stornati dall'investimento produttivo ai mercati finanziari. Il motivo per cui non esiste è che il notevole *aumento delle acquisizioni finanziarie delle società è stato finanziato tramite prestiti*. La nostra analisi dimostra che, nell'epoca del «neoliberismo» e della «finanziarizzazione» il profitto aziendale è diventato meno importante, a favore del prestito come fonte

per le spese finanziarie. Inoltre troviamo che i pagamenti di dividendi più elevati non portano a una diminuzione statisticamente significativa dell'investimento produttivo, e che l'accesso delle società ai fondi a prestito e il loro uso si caratterizzano per l'assenza di una compensazione tra il pagamento dei dividendi e gli investimenti nella produzione. La seconda sezione dell'articolo indaga le tendenze alla finanziarizzazione. Nella terza sezione si discute sul fatto che il profitto non è l'unica fonte dei fondi per i pagamenti finanziari, e si sottolinea l'importanza del ruolo svolto da una fonte supplementare, il prestito dei fondi. La quarta sezione mostra che, nonostante la crescita relativa dell'attività finanziaria, il liberismo non ha causato lo storno, nelle società US, di utili da investimenti produttivi verso usi finanziari. L'investimento produttivo è diminuito come quota del profitto dopo i primi anni '80 ma non perché il neoliberismo ha deviato i profitti dalla produzione. Al contrario, la quota d'investimento del profitto è diminuita perché era insolitamente e insostenibilmente alta all'inizio degli anni '80, e la caduta l'ha riportata a livelli normali nel 2001<sup>2</sup>. La quinta sezione mostra che la caduta del saggio d'accumulazione del capitale fisso delle società nel periodo post-bellico è attribuibile per intero a un declino nel loro saggio di profitto (netto). Inoltre, nessuna delle nette cadute del saggio d'accumulazione tra il 1979 e il 2001 era dovuta alla finanziarizzazione o al neoliberismo; più della metà del calo è attribuibile alla diminuzione del saggio di profitto, mentre il resto è attribuibile al fatto che la quota d'investimento del profitto era tornata a livelli normali. La sesta sezione riassume i principali risultati e offre una breve conclusione. Nell'Appendice sono descritte le fonti dei dati e dei calcoli.

#### LETTERATURA PRECEDENTE

Stockhammer nel 2004 ha sostenuto che il declino del saggio d'accumulazione è stato causato da un fondamentale mutamento nelle priorità della gestione aziendale che ha avuto luogo nel neoliberismo; le società sono diventate sempre più simili all'affittuario, usando i loro profitti per l'acquisto di attività finanziarie invece che per attività produttive.

«Negli ultimi decenni gli investimenti finanziari di imprese non finanziarie è aumentato, e l'accumulazione di beni capitale è diminuita ... [In primo luogo perché] la finanziarizzazione, la rivoluzione societaria e lo sviluppo di un mercato per il controllo societario hanno cambiato il potere degli azionisti e quindi mutato le priorità di gestione, portando a una riduzione del tasso di crescita desiderato. In Francia la finanziarizzazione spiega tutto il rallentamento dell'accumulazione; negli USA circa 1/3 del rallentamento»<sup>3</sup>.

Altri scrittori si concentrano sull'aumento dei pagamenti che le aziende fanno ai mercati finanziari, un fenomeno attribuito anch'esso al neoliberismo<sup>4</sup>. Duménil e Lévy<sup>5</sup> sottolineano che la velocità d'accumulazione è strettamente correlata con il tasso degli utili non distribuiti<sup>6</sup>. Sostengono che i cambiamenti nel governo societario sotto il neoliberismo hanno costretto le società a cedere una quota crescente dei loro profitti ai mercati finanziari – nella forma di maggiori interessi e dividendi – portando a un rallentamento del saggio d'accumulazione. Allo stesso modo Orhangazi<sup>7</sup> sostiene che «la percentuale di fondi interni pagata annualmente ai mercati finanziari è drammaticamente aumentata». Husson<sup>8</sup> insiste sul fatto che sotto il liberismo è aumentata la redditività, ma che i profitti aggiuntivi non sono stati investiti in modo produttivo. «Piuttosto ... la massa crescente di plusvalore che non è stata accumulata, è stata distribuita principalmente sotto forma di proventi finanziari». Lazonick, scrivendo sul «valore azionario», tradizione di cui parleremo in seguito nella prossima sezione, ha dedicato molta attenzione al riacquisto di azioni come uno strumento attraverso cui vengono distribuiti i fondi aziendali ai mercati finanziari<sup>9</sup>. Egli sostiene che l'impegno dei dirigenti a innalzare il prezzo delle azioni ha condotto allo sviluppo di strategie d'investimento il cui obiettivo

primario è quello di influenzare nel breve periodo il prezzo delle azioni in circolazione. Ciò a sua volta può costringere i dirigenti aziendali a compiere investimenti finanziari con ritorni rapidi, preferiti agli investimenti a lungo termine nella produzione.

«La finanziarizzazione può avere due potenziali effetti negativi sull'accumulazione del capitale ... Primo, le maggiori opportunità d'investimento e profitto finanziario possono escludere gli investimenti reali attraverso il breve-terminismo manageriale [cioè, la preoccupazione per gli aumenti di prezzo a breve termine delle azioni delle società] e l'allontanamento di fondi dagli investimenti reali. Secondo, i maggiori pagamenti finanziari possono diminuire gli investimenti reali accorciando gli orizzonti di pianificazione della direzione aziendale e aumentando l'incertezza»<sup>10</sup>.

Usando l'analisi di regressione, Orhangazi ha testato gli effetti dei pagamenti finanziari delle società non finanziarie e il reddito dei loro investimenti reali, sia a livello aggregato che a livello d'impresa. A livello aggregato ha trovato che sia gli investimenti finanziari che i redditi hanno un effetto negativo sugli investimenti reali. A livello d'impresa ha rilevato che i pagamenti finanziari hanno avuto un effetto negativo sugli investimenti reali in un'ampia gamma di settori diversi, in imprese piccole e grandi, mentre il reddito finanziario ha avuto un effetto negativo sull'investimento reale in particolare nelle aziende di grandi dimensioni. Comunque Orhangazi non ha fornito le stime degli importi i cui aumenti nei pagamenti finanziari e nel reddito tendono a ridurre gli investimenti, e i cui effetti negativi spesso non sono stati statisticamente significativi ai normali livelli di prova<sup>11</sup>. Il presente documento tratta solo alcuni aspetti della letteratura finanziaria. Non contesta il fatto che si sia verificato un orientamento verso lo spostamento verso «valori azionari». Né tratta dell'affermazione che società non finanziarie si siano sempre più «finanziarizzate», secondo alcune definizioni del termine. E' certamente vero che i loro pagamenti finanziari siano aumentati più rapidamente dei loro profitti, e che i loro acquisti di attività finanziarie siano aumentati più rapidamente dei loro acquisti di capitale fisso. Eppure anche autori come Duménil e Lévy, Husson, Lazonick, Orhangazi e Stockhammer sostengono che la finanziarizzazione si è verificata in un senso piuttosto diverso: è stata utilizzata una quota maggiore di utili e di fondi interni per effettuare pagamenti di interessi e dividendi, per acquisire attività finanziarie e/o riacquistare azioni, che ha portato a un calo degli investimenti produttivi di profitto. La nostra testimonianza per gli USA indica, al contrario, che l'aumento relativo di questi pagamenti finanziari *non ha* portato a un calo degli investimenti produttivi, perché l'aumento dei pagamenti finanziari *non* si basava sul profitto.

### IL SIGNIFICATO DI "DISTRAZIONE"

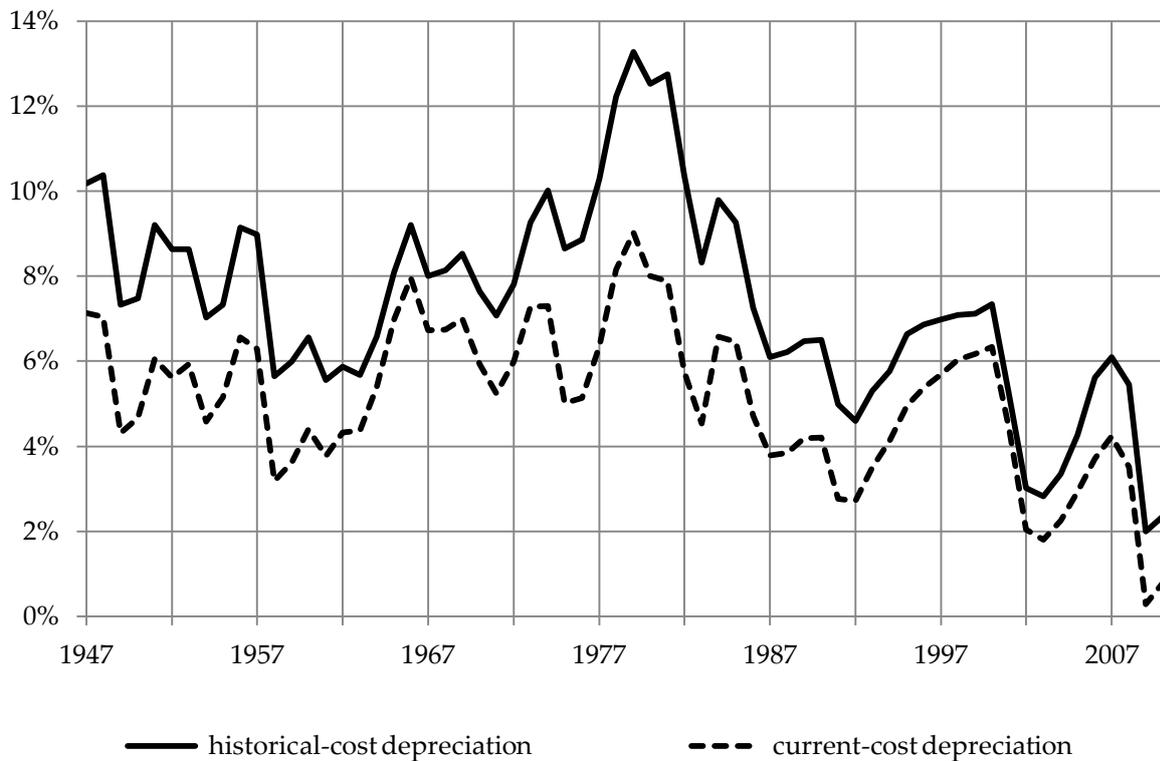
Prima di passare alla prova empirica vogliamo chiarire cosa intendiamo esattamente quando neghiamo che la finanziarizzazione negli US abbia portato alla *distrazione* di fondi dagli investimenti produttivi. Come ha indicato Tobin<sup>12</sup>, l'acquisto di un'attività finanziarie è semplicemente uno scambio di una certa somma di denaro per un'attività finanziaria. Non distoglie fondi da investimenti produttivi; vale a dire che non richiede denaro destinato all'investimento produttivo usandolo per scopi diversi. Se si è verificata tale distrazione di denaro ciò è avvenuto prima dell'acquisto del bene, e anche in tal caso il venditore potrebbe prendere il denaro della vendita e investirlo produttivamente, così che nel macro livello non si ha nessuna distrazione. Tuttavia, anche dopo aver riconosciuto che le transazioni del mercato finanziario non sono in sé deviazioni, e che un'eventuale risposta dev'essere cercata a livello macroeconomico, c'è un ulteriore problema: un aumento relativo dei pagamenti e acquisti finanziari non è necessariamente una distrazione di fondi dall'investimento produttivo. Ovviamente ogni dollaro usato per pagare interessi, dividendi, per acquistare attività finanziarie o riacquistare

azioni è un dollaro che non viene investito nell'attività produttiva, ma è anche un dollaro che non viene speso in tagliaunghie, biglietti della lotteria, ecc. Di conseguenza non si può automaticamente vedere distrazione di fondi dall'investimento ogni volta che gli acquisti e i pagamenti finanziari aumentano più rapidamente degli investimenti produttivi, a meno che non si voglia concludere che siano stati distratti fondi dalla lotteria, dai tagliaunghie, ecc. qualora i pagamenti finanziari aumentino più rapidamente della spesa in queste attività. Ciò vale anche se i fondi in questione siano profitti o fondi presi in prestito. Pertanto, il semplice fatto che gli acquisti finanziari siano aumentati come quota di capitale preso a prestito non implica che il credito sia stato distratto dall'investimento produttivo. Può essere, come spesso capita, che gli aumenti dei pagamenti e acquisti finanziari siano finanziati tramite *creazione di nuovo credito*, piuttosto che con la redistribuzione di un eccessivo volume di credito<sup>13</sup>. In tali casi non si è verificata distrazione di credito da investimenti produttivi. Così, in questo lavoro uso del termine "distrazione" per indicare aumenti di pagamenti e acquisti finanziari che di fatto *soppiano* l'investimento produttivo, che hanno luogo a sue spese. Si dirà che la distrazione si verifica se, e solo se, gli acquisti e i pagamenti finanziari deprimono la quota di profitto investita nella produzione. Un modo equivalente di affermare questa condizione è che il tasso di crescita di quegli acquisti e pagamenti finanziari *che non sono finanziati dal maggiore indebitamento*, supera il tasso di crescita del profitto<sup>14</sup>. Una ragione per cui la letteratura finanziaria è spesso giunta a conclusioni che sembrano diverse dalle nostre, è che non riesce a fare la distinzione, che abbiamo qui sottolineato, tra la distrazione di profitto da investimenti produttivi e l'aumento relativo degli acquisti e pagamenti finanziari. Per esempio Orhangazi<sup>15</sup> ha scritto che «la percentuale di fondi interni pagata annualmente ai mercati finanziari è drammaticamente aumentata. Ciò crea tre distinte restrizioni sugli investimenti reali». Con tutta evidenza si riferiva al grafico (*Op. cit.*, 2007, p. 44, Figura 2) che mostra giustamente che i pagamenti di interessi e dividendi sono aumentati *se espressi in percentuale* di fondi interni. Tuttavia l'affermazione che questi pagamenti finanziari siano stati *fatti con* fondi interni non è corretta. Non può esserlo per definizione<sup>16</sup>. La dichiarazione suggerisce erroneamente anche che, dato che è stata utilizzata una quota maggiore di fondi interni per i pagamenti finanziari, è stata investita produttivamente una quota minore. Infatti l'investimento fisso lordo di società non finanziarie è stato mediamente pari al 95% del valore contabile dei fondi nazionali interni del periodo 1947-1980, ma il 105% dal 1981 al 2007.

## 2 Tendenze alla finanziarizzazione

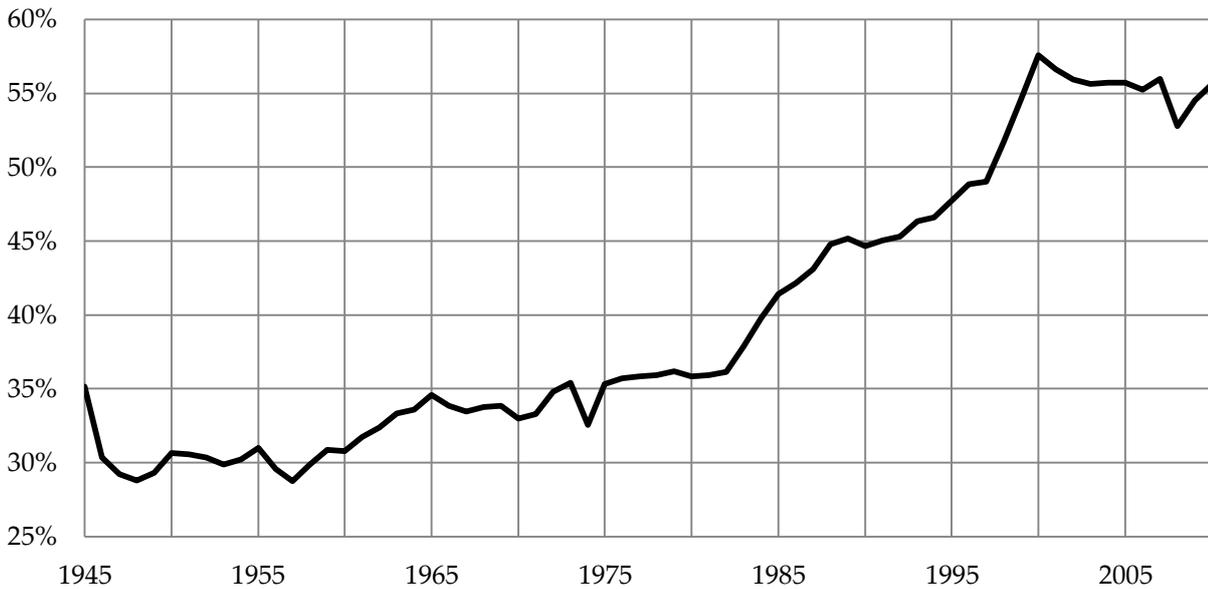
Il saggio d'accumulazione del capitale è la percentuale di crescita del capitale investito nella produzione. La Figura 1 mostra i movimenti del saggio d'accumulazione di capitale fisso delle società statunitensi, cioè i propri investimenti in capitale fisso come percentuale dei loro investimenti accumulati esistenti (lo stock netto del loro capitale fisso al costo storico). Il saggio d'accumulazione è sceso notevolmente nel corso degli ultimi tre decenni. Quando l'investimento netto (investimento lordo meno gli ammortamenti) è misurato in termini di costo storico, il saggio d'accumulazione è crollato dal 13,3% nel 1979, al 4,3% del periodo 2001-2007, ossia -67%. Qualche caduta riflette il fatto che il costo di sostituzione del capitale fisso ammortizzato, rispetto al suo costo originario d'acquisto, si è ridotto fortemente poiché, a partire dagli inizi degli anni '80, il tasso d'inflazione è diminuito. Se, per effetto dell'inflazione, modifichiamo l'investimento netto misurandolo in termini di costo corrente, otteniamo il saggio d'accumulazione tratteggiato mostrato nella Figura 1. È sceso dal 9% nel 1979 alla media del 3% nel periodo 2001-2007. In termini di *punti percentuali*, la riduzione di questo secondo saggio d'accumulazione è stata molto minore di quella del primo, ma il calo percentuale, 66%, è stato esattamente lo stesso. Pertanto il saggio d'accumulazione è sceso a circa 1/3 del suo livello di picco del 1979, comunque un deprezzamento del valore.

**Figura 1 Tasso di accumulazione del capitale fisso delle società americane**  
(investimento netto in percentuale degli investimenti accumulati [quota netta di capitale fisso])



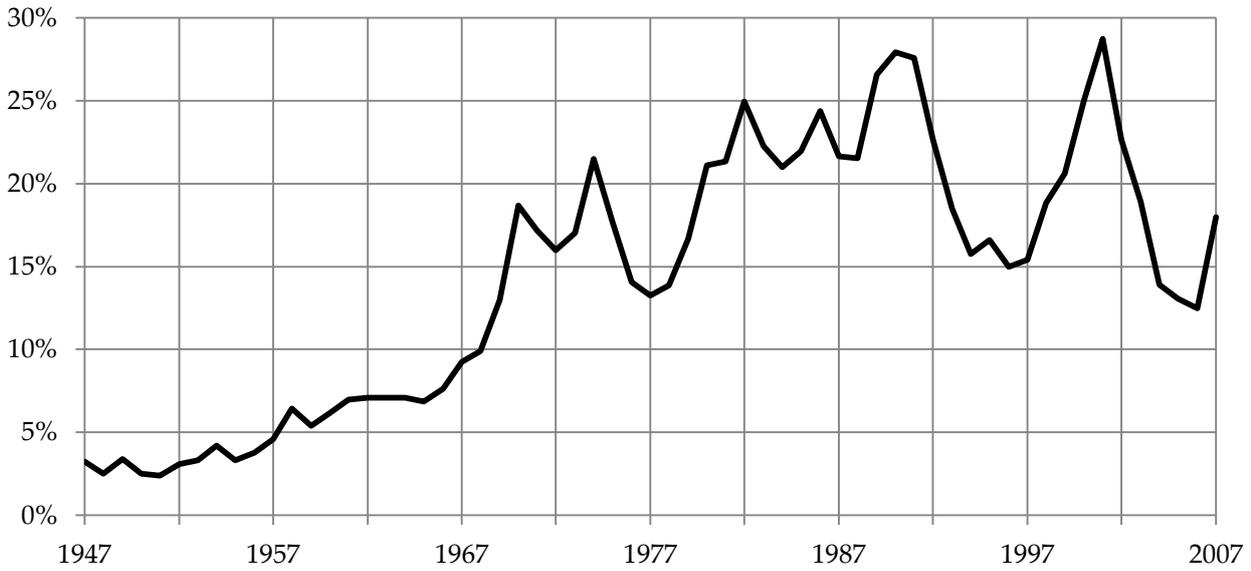
Eppure, mentre il saggio d'accumulazione è diminuito, le società non finanziarie hanno aumentato considerevolmente le loro acquisizioni di attività finanziarie in rapporto a quelle di capitale fisso produttivo<sup>17</sup>. Come mostra la Figura 2, le loro attività finanziarie sono aumentate in percentuale sulla loro attività totale (attività finanziarie e capitale fisso valutati al costo corrente) dal 36% al 56%, un aumento di oltre il 50% tra il 1982 ed il 2007. Questo aumento è spesso citato come prova da coloro che sostengono che la finanziarizzazione abbia distolto il profitto dalla produzione ai mercati finanziari (Krippner 2011; Orhangazi 2007)<sup>18</sup>.

**Figura 2 Capitale finanziario delle società non finanziarie statunitensi**  
(in percentuale sul totale delle immobilizzazioni e delle attività finanziarie)

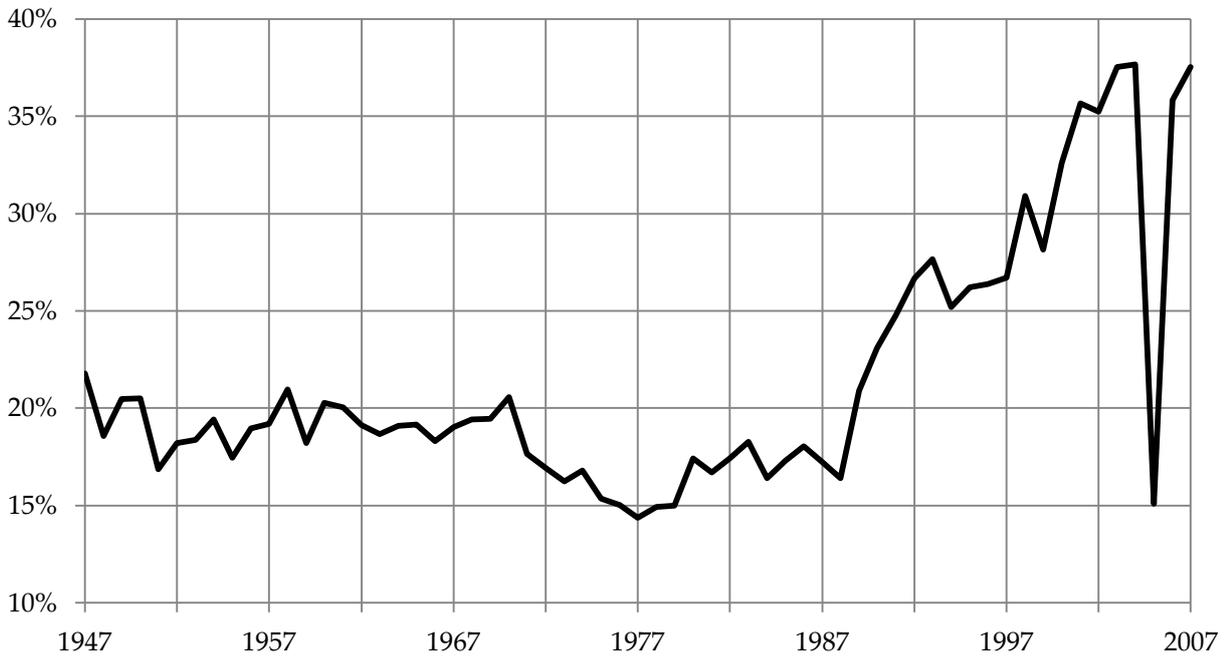


Oltre ad aumentare i loro investimenti finanziari le società stanno anche pagando maggiori somme di denaro ai mercati finanziari. Le Figure 3, 4 e 5 mostrano, nelle società non finanziarie, movimenti di pagamenti d'interessi, di dividendi e riacquisti di azioni, espressi in quote del loro risultato netto di gestione (una misura di profitto prima dell'esclusione dei pagamenti per interessi, pagamenti di trasferimento e le imposte sul reddito). La quota del risultato netto di gestione usata per il pagamento degli interessi è triplicata tra il 1965 e il 1974, da 7% al 21% ed è rimasta elevata, la quota d'interesse medio tra il 1974 e il 2007 è stata del 20%. La quota del risultato netto di gestione versata a titolo di dividendi è stata relativamente stabile tra il 1957 ed il 1988. Ci sono stati tre periodi in cui il riacquisto di azioni ha superato il 10% del risultato netto di gestione: 1984-1990; 1998-2000; 2004-2007<sup>19</sup>.

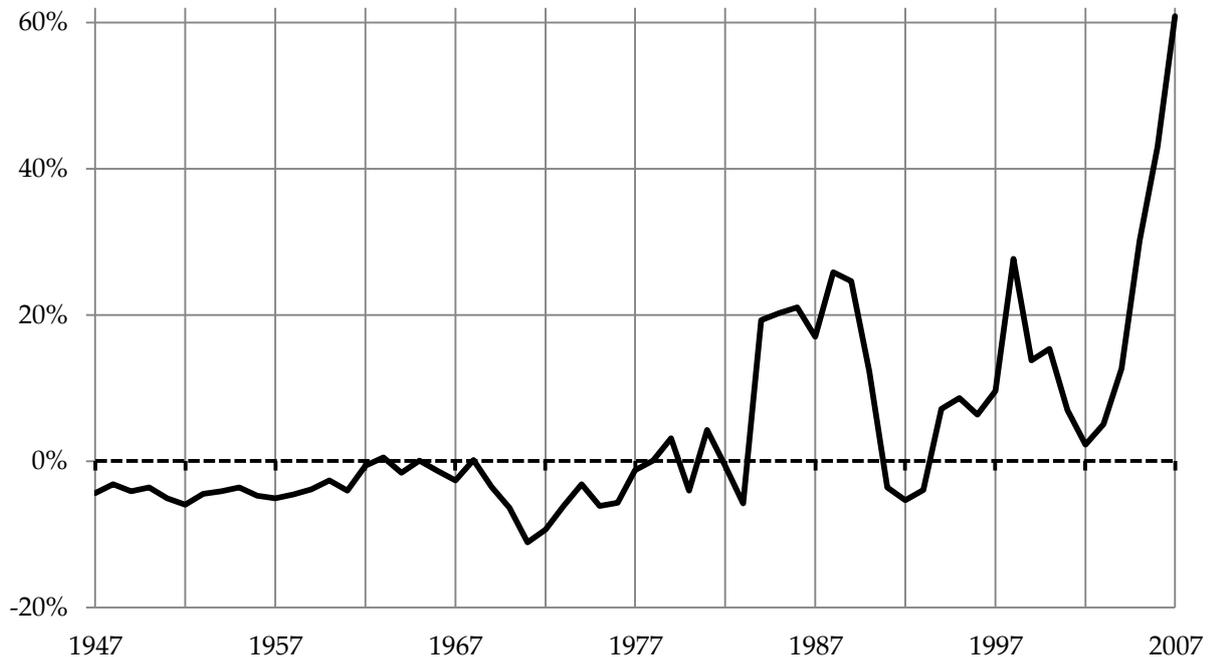
**Figura 3 Pagamenti netti di interessi delle società non finanziarie statunitensi**  
(interessi netti e pagamenti vari in percentuale sul risultato netto di gestione)



**Figura 4 Pagamento netto dei dividendi delle società non finanziarie**  
(percentuale del risultato netto di gestione)



**Figura 5 Riacquisti netti di azioni delle società non finanziarie statunitensi**  
(negativo delle nuove emissioni nette di capitale proprio sul capitale netto di gestione)

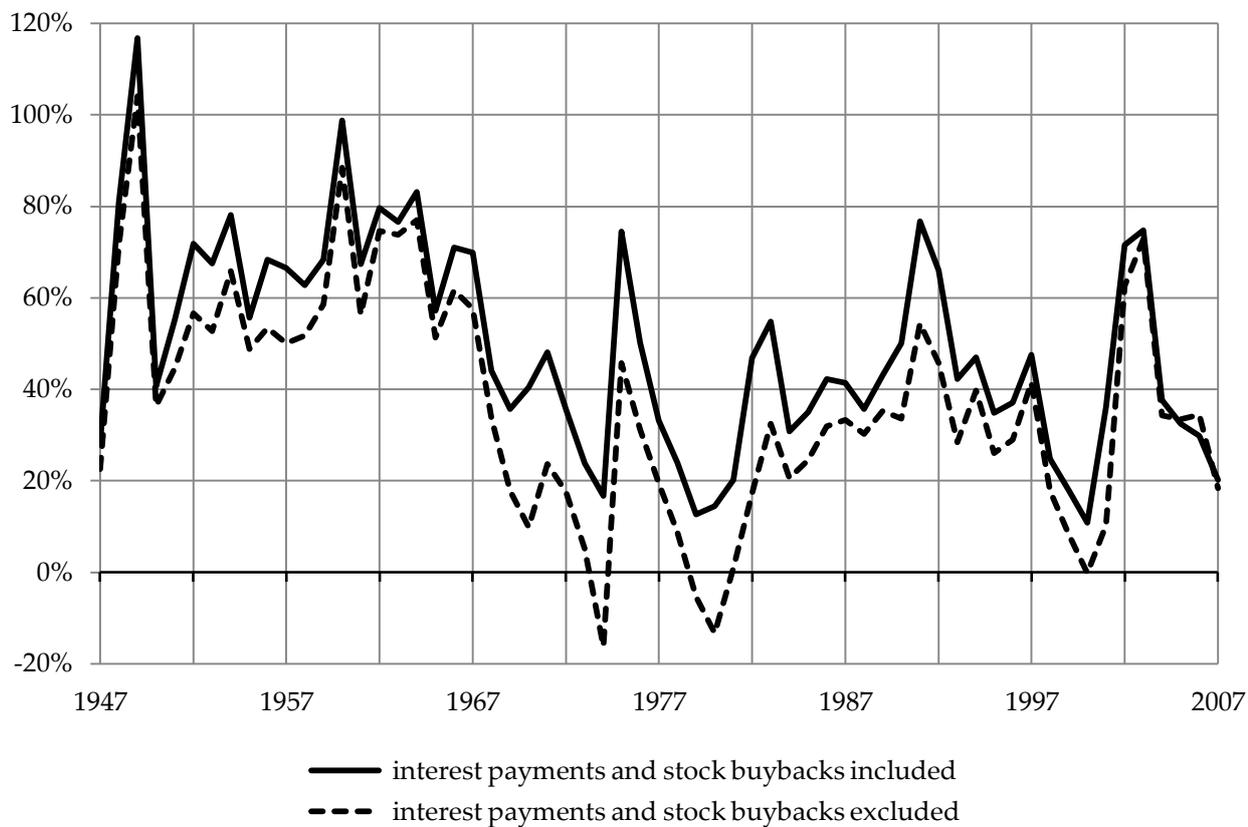


La rapida crescita dei pagamenti di dividendi e di riacquisti di azioni negli ultimi decenni ha attratto molta attenzione di sociologi ed economisti che scrivono nella tradizione del valore azionario (Davis 2009; Dobbin e Zorn 2005; Fligstein 2005; Lazonick ed O'Sullivan 2000)<sup>20</sup>. Il «valore azionario» è un termine usato spesso da coloro che sostengono che, sotto il neoliberismo, sia emerso un nuovo modello di gestione societaria «nell'ambito dell'orientamento strategico dei dirigenti aziendali», passato da una filosofia di «conservare e reinvestire», a una filosofia di «ridimensionare e distribuire»<sup>21</sup>. Sotto l'ethos societario del «valore azionario», sostengono, l'obiettivo primario non è accumulare capitale per sé, ma piuttosto restituire valore agli azionisti, specialmente in termini di apprezzamento del prezzo azionario<sup>22</sup>. Secondo questi autori, una combinazione di eventi – un'ondata di acquisizioni ostili, un ambiente normativo liberalizzato, innovazioni finanziarie come i titoli spazzatura (*junk bond*), la crescente prevalenza di opzioni azionarie (*stock options*) come forma di compenso ai dirigenti, e la nascita di investitori istituzionali come potenti azionisti attivi – ha portato a grandi cambiamenti nelle strategie della direzione societaria (*corporate governance*) motivati dall'obiettivo d'innalzare i prezzi delle azioni. Sostengono che i dirigenti aziendali hanno cominciato a concentrarsi sempre più sul mantenimento di un elevato prezzo azionario per diverse ragioni. Una è che hanno cercato di difendere le loro imprese contro la minaccia di perderne il controllo. Un'altra è che gli investitori istituzionali li hanno spinti a farlo. Inoltre questi hanno insistito sull'introduzione di opzioni azionarie per i dirigenti aziendali di nuova nomina. Si tratta di un tentativo di portare gli obiettivi gestionali in linea con gli interessi degli azionisti, poiché i dirigenti che hanno l'opzione di comprare azioni aziendali a un dato prezzo, hanno l'incentivo personale ad aumentarne il prezzo e quindi la loro plusvalenza. L'abilità degli investitori istituzionali di far valere i propri desideri è stata aumentata quando il Congresso ha consentito alle compagnie d'assicurazione e ai fondi pensione d'investire in azioni, il che ha portato a un drammatico aumento della quota di azioni quotate in borsa detenuta dagli investitori istituzionali (Lazonick/O'Sullivan, 2000)<sup>23</sup>.

### 3 L'importanza del denaro per la finanziarizzazione

Gli aumenti delle acquisizioni finanziarie e degli esborsi nelle società sono indubbiamente tendenze importanti. Tuttavia riteniamo la necessità di ulteriori analisi per chiarire le implicazioni di queste tendenze, perché una buona parte della letteratura sulla finanziarizzazione ha tratto conclusioni ingiustificate su di esse. In particolare i nostri risultati indicano che il crescente coinvolgimento delle società nei mercati finanziari non costituisce una distrazione di profitti dalla produzione alla finanza, perché gli aumenti di acquisizioni e pagamenti finanziari si sono basati essenzialmente su fondi presi a prestito. Come si sa, il *leverage* (rendimento addizionale del capitale proprio tramite acquisto e impiego di capitali terzi, *ndt*) è un altro aspetto significativo della finanziarizzazione<sup>24</sup>; è diventato una fonte sempre più importante dei fondi che guidano il processo di finanziarizzazione. E' da notare che la finanziarizzazione è associata a una sostanziale riduzione dell'importanza del profitto come origine dei fondi usati per le spese finanziarie (acquisizioni finanziarie, pagamenti di interessi e dividendi, riacquisti di azioni proprie). Come mostra la Figura 6, la quota delle spese finanziarie derivante dal profitto delle società non finanziarie era sostanzialmente maggiore nel periodo 1947-1967, prima dell'aumento della finanziarizzazione, che durante i quattro decenni successivi. Quando misuriamo le spese finanziarie attinte dal profitto netto, che resta dopo l'investimento produttivo netto, e le spese finanziarie totali come somma dei pagamenti per dividendi e per nuove acquisizioni di attività finanziarie, troviamo che la quota di spese finanziarie attinte dal profitto sono diminuite del 58%, da una media del 60% tra il 1947 ed il 1967 a una media del 25% tra il 1968 ed il 2007. Quando si considera una dimensione maggiore delle spese finanziarie che includono anche i pagamenti per interessi e acquisti azionari (e, di conseguenza, la definizione di profitto è ampliata in modo da includere la parte usata per pagare interessi e l'utile dopo le imposte), la quota di spese finanziarie attinte dal profitto diminuisce del 44%, da una media del 70%, al 39%.

**Figura 6 Spese finanziarie a carico del profitto delle società non finanziarie statunitensi**  
(percentuale del totale degli oneri finanziari)

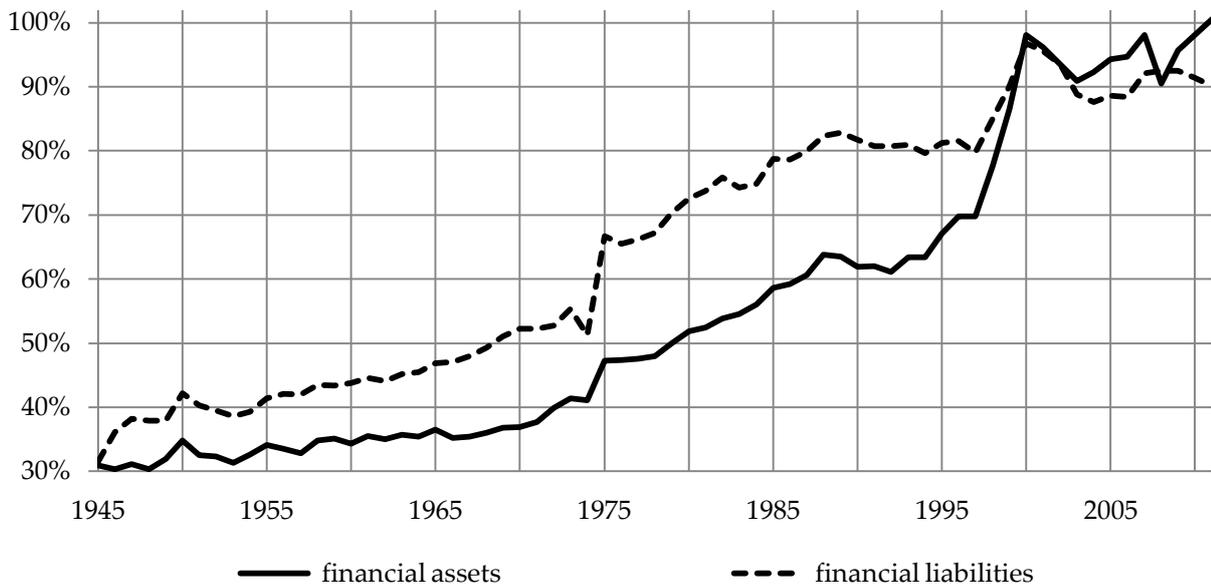


Note: In the dashed curve, "financial expenditures funded out of profit" are the difference between after-tax profit and net (productive) investment, while "financial expenditures" are the sum of net dividend payments and net acquisition of financial assets. In the solid curve, stock buybacks are added to the denominator, and net interest (and miscellaneous) payments are added to both the numerator and the denominator.

Nota: nella curva tratteggiata, le "spese finanziarie attinte dal profitto" sono la differenza tra il profitto dopo le imposte e gli investimenti netti (produttivi), mentre le "spese finanziarie" sono la somma dei pagamenti netti di dividendi e le acquisizioni nette di attività finanziarie. Nella curva continua, i riacquisti di azioni proprie sono aggiunti al denominatore e i pagamenti degli interessi netti (e vari) sono aggiunti sia al numeratore che al denominatore.

Se si confronta l'incremento delle attività finanziarie delle società non finanziarie con le loro passività (vedi Figura 7), troviamo che le tendenze sono in gran parte le stesse. In generale, l'enorme aumento degli investimenti finanziari di queste società è stato pagato con un aumento relativamente enorme dell'indebitamento. Quando le aziende usano i prestiti per acquisire attività finanziarie, non c'è alcuna necessaria compensazione tra investimento finanziario e produttivo, poiché gli utili che possono essere usati per finanziare investimenti produttivi restano invariati.

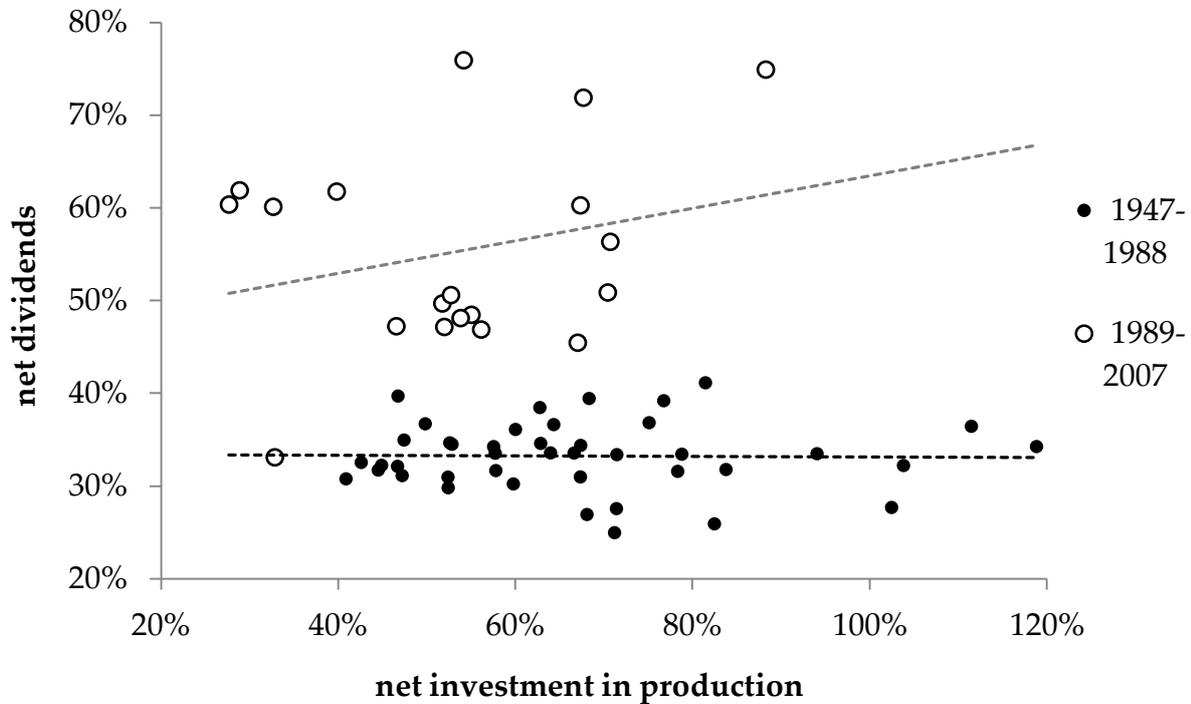
**Figura 7 Attività e passività finanziarie delle società non finanziarie statunitensi**  
(percentuale del prodotto interno lordo)



La Figura 7 sembra suggerire che il periodo dal 1997 al 2000 è stato un'importante eccezione alla generalizzazione delle attività finanziarie acquisite tramite prestito, ma non si tratta di eccezione. E' vero che le attività finanziarie di aziende non finanziarie sono aumentate molto di più del loro indebitamento nel periodo considerato, 3900 miliardi di dollari contro 3000 miliardi. Tuttavia *quest'aumento delle attività finanziarie rispetto alle passività non si è verificato a spese di un declino degli investimenti produttivi*. L'investimento netto è passato dal 59% del profitto netto nel 1997 al 100% nel 2000. La crescita spropositata delle attività finanziarie non è stata neanche il risultato di nuove *acquisizioni* di attività, in eccesso sui nuovi indebitamenti. Al contrario, tutte le attività finanziarie acquisite in questo periodo erano finanziate dai nuovi indebitamenti: tra il 1997 e il 2000, le acquisizioni nette di attività ammontavano a 3000 miliardi di dollari mentre le passività aggiuntive ammontavano a 3100 miliardi di dollari. Ciò che conta per la crescita sproporzionata dell'attività finanziaria è pertanto il verificarsi di una *rivalutazione* al rialzo di tali attività, probabilmente dovuta in gran parte al vertiginoso rialzo dei prezzi delle azioni durante la bolla delle *dot-com*. Di conseguenza, gli eventi del periodo considerato corrispondono pienamente con la nostra conclusione che le attività finanziarie sono state acquisite con fondi a prestito, non per distrazione di utili dagli investimenti produttivi. Un corollario simile esiste per quanto riguarda i pagamenti finanziari. E' vero che i dividendi sono marcatamente aumentati come quota dei profitti nel corso degli ultimi due decenni. A volte si è erroneamente ipotizzato che quando una quota maggiore di profitto va a pagare i dividendi, una quota minore di profitto va agli investimenti produttivi. Quest'ipotesi è fallace, perché, ancora una volta, il profitto non è l'unica origine dei fondi delle società. Se chiedono prestiti, che investono in attività produttive, allora i dividendi e gli investimenti produttivi possono entrambi essere maggiori rispetto ai profitti. Come dimostra la Figura 8, in realtà non c'è stata nessuna compensazione tra la quota di profitto netto pagata come dividendi e la quota destinata agli investimenti produttivi netti. Il grafico divide i dati in due sotto-periodi per catturare l'effetto di una rottura strutturale che ha avuto luogo a partire dal 1989. A eccezione del caso isolato del 2005, la quota di dividendo da profitto nel corso di questo secondo sotto-periodo ha superato costantemente il suo valore del periodo 1947-1988. Per quest'ultimo sotto-periodo, la linea di regressione quasi orizzontale e il minuscolo coefficiente di

determinazione ( $R^2 < 0.001$ ) indicano che non c'è stato quasi nessun rapporto tra la quota di dividendo e la quota degli investimenti produttivi<sup>26</sup>.

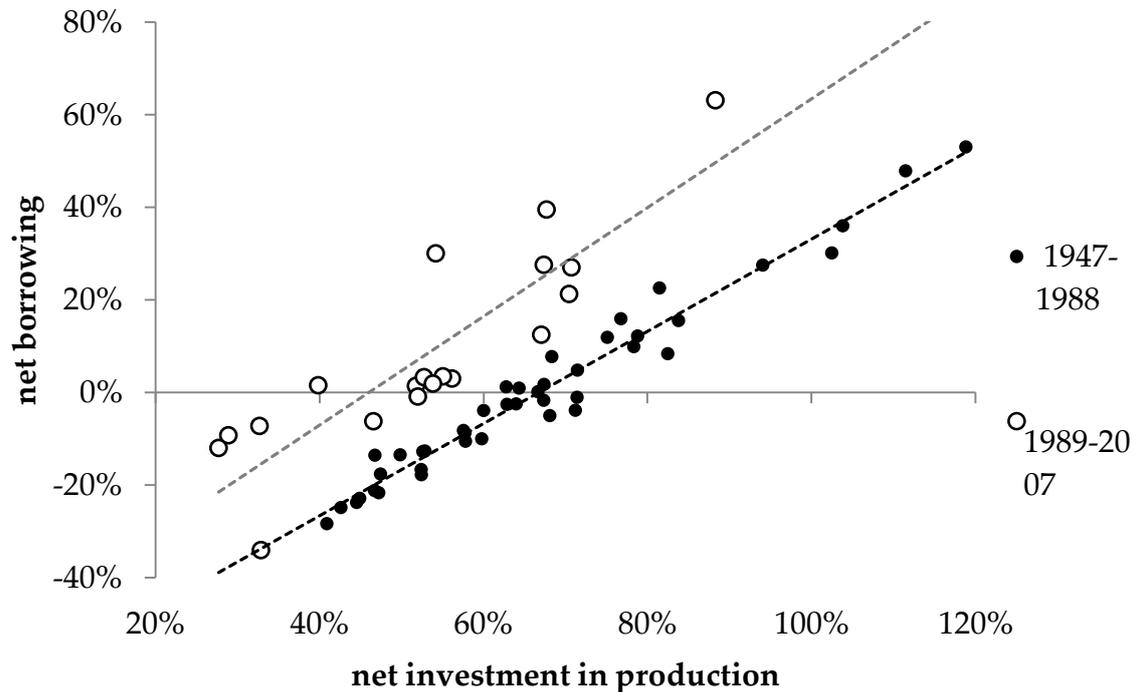
**Figura 8 Investimenti produttivi e pagamenti di dividendi delle società statunitensi**  
(percentuali dell'utile al netto delle imposte)



Durante il sotto-periodo 1989-2007, non vi era ancora alcuna relazione sistematicamente significativa tra il dividendo e le quote degli investimenti produttivi (a livelli normali di prova), e l'ascesa della linea di regressione indica che gli aumenti d'investimento effettivamente tendevano a essere associati ad aumenti, non a diminuzioni, dei dividendi. In netto contrasto, la Figura 9 mostra che vi era una forte associazione positiva tra gli investimenti produttivi netti e i «prestiti» - la parte di investimento netto e dividendi non finanziati dall'utile netto - come quote di utile al netto delle imposte. I coefficienti di pendenza 1.00 per il primo sotto-periodo e 1.18 per il secondo, indicano che 1\$ di aumento degli investimenti è stato in media associato con un maggiore indebitamento di 1\$ e 1.18\$. Se si omette il 2005, anno anomalo, quest'ultimo coefficiente di pendenza scende a 1.08. Poiché i coefficienti di pendenza per il sotto periodo 1989-2007 non sono statisticamente diversi da 1 a livelli normali di prova, questi risultati suggeriscono fortemente che gli aumenti degli investimenti netti siano stati pagati - dollaro per dollaro - tramite fondi presi a prestito in entrambi i sotto-periodi<sup>26</sup>.

**Figura 9 Investimenti produttivi e prestiti delle società statunitensi**

(percentuali dell'utile al netto delle imposte)



I nostri risultati implicano che quando le società hanno deciso di aumentare i loro investimenti produttivi, non hanno ottenuto il denaro di cui avevano bisogno dalla riduzione dei dividendi, piuttosto l'hanno preso in prestito. E quando hanno deciso di ridurre i loro investimenti produttivi, non hanno usato i fondi liberati per pagare i dividendi aggiuntivi; piuttosto ne hanno preso in prestito di meno. Così quando la quota di dividendi da profitto è notevolmente aumentata nel periodo 1988-2000, l'incremento non è avvenuto a scapito di una diminuzione della quota degli investimenti produttivi. Anche quest'ultima è aumentata notevolmente, poiché la quota dei prestiti è salita alle stelle: da -9% al 63% (vedi Tabella 1). Successivamente la quota degli investimenti è scesa molto nettamente, dopo di che è in parte rimbalzata; ciò è stato associato a una dinamica simile della quota di indebitamento, mentre la quota dei dividendi è rimasta in un ambito ristretto. Inoltre questa tendeva a variare di nuovo assieme, non inversamente, alla quota degli investimenti.

**Tabella 1. quote di profitto netto delle società U.S. Negli anni 1988–2007**

	<u>1988</u>	<u>1992</u>	<u>2000</u>	<u>2004</u>	<u>2007</u>
Investment share	58%	47%	88%	28%	54%
Dividend share	34%	47%	75%	60%	76%
Borrowing share	-9%	-6%	63%	-12%	30%

La stretta associazione tra gli investimenti produttivi e l'erogazione di prestiti richiede di riconsiderare il modo tipico in cui è stato presentato il rapporto tra pagamenti finanziari e investimenti. Il modo in cui questo rapporto viene discusso sembra a volte dare al lettore l'impressione che se un dollaro aggiuntivo di profitto viene distribuito in dividendi, gli investimenti produttivi devono necessariamente essere ridotti di un dollaro. Per esempio Duménil e Lévy<sup>28</sup> suggeriscono che «sostanzialmente le società auto-finanziano i loro investimenti. Questa capacità dipende dal tasso di impiego degli utili, cioè, in cui non pagano interessi o non distribuiscono dividendi ... I profitti non distribuiti condizionano l'accumulazione». E' vero che, *in media*, e *per lassi di tempo sufficientemente lunghi*, la quota di investimenti finanziati da prestiti non è grande, il che può essere ciò che Duménil e Lévy intendono per «sostanzialmente le società auto-finanziano i loro investimenti». E' anche vero che, se le società non richiedessero *affatto* prestiti, la loro capacità d'investimento dipenderebbe totalmente dal grado in cui non pagano gli interessi o distribuiscono i dividendi. Tuttavia, non è vero che le società non sono in grado di investire più del profitto disponibile dopo il pagamento degli interessi e dei dividendi. Duménil e Lévy in effetti non dicono che le società non sono in grado di investire più dei loro profitti non distribuiti. Al contrario, riconoscono che nella seconda metà degli anni '90 gli investimenti produttivi hanno ampiamente superato gli utili non distribuiti (*Ibid.*, pp 153-54).

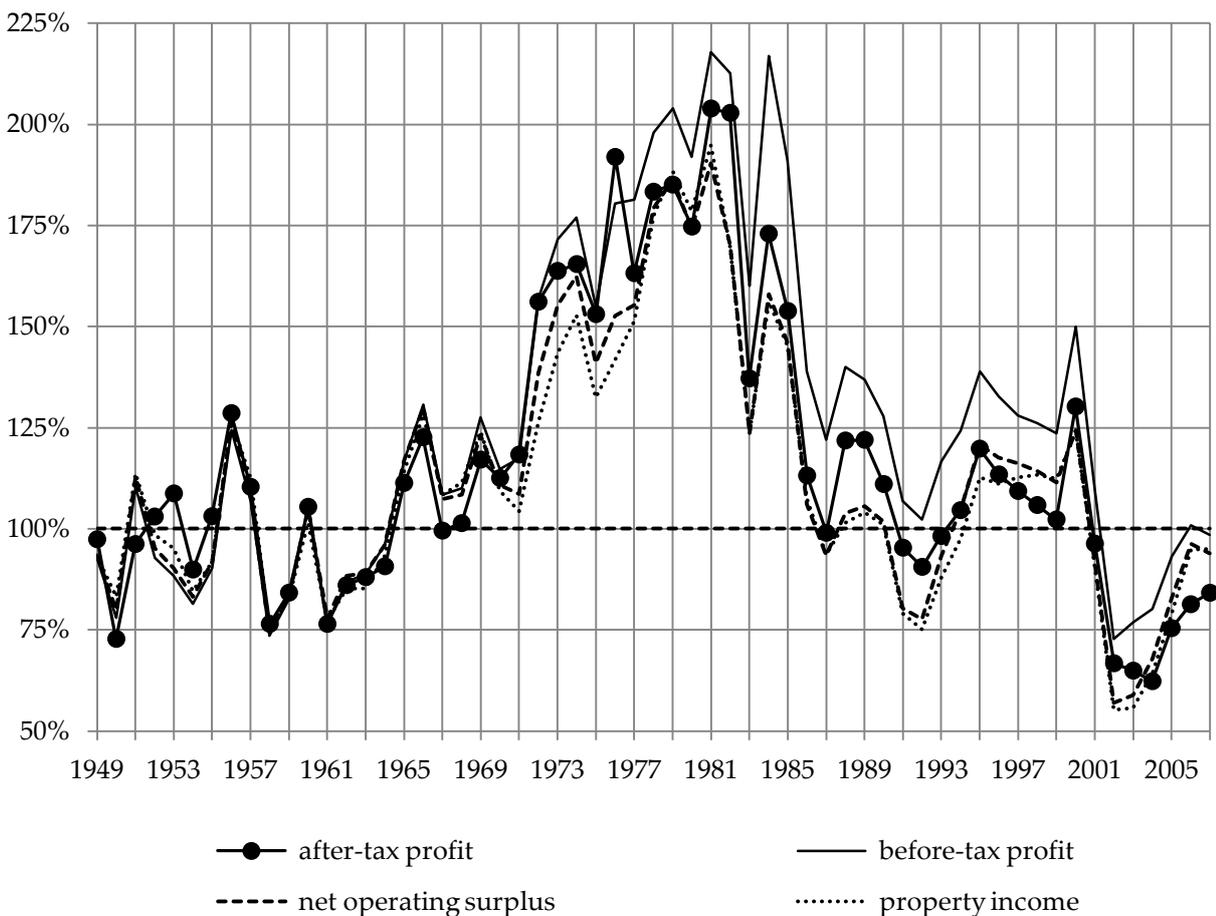
#### 4 Tendenze degli investimenti produttivi come quota di profitto

Ancora più importante, come vedremo, la quota dei profitti delle società statunitensi investita produttivamente era infatti maggiore nei due primi decenni di neoliberalismo che nel periodo precedente. Era maggiore anche per tutto il periodo neoliberalista, se controlliamo l'aumento sostanziale del tasso di ammortamento. Questi risultati contraddicono direttamente le dichiarazioni di altri autori (Husson, *Op. cit.*, 2008; Stockhammer 2009<sup>29</sup>) che la quota degli investimenti sia caduta a causa della finanziarizzazione e/o del neoliberalismo. Facendo riferimento agli USA e all'Unione Europea, Stockhammer (*Op. Cit.*, 2009, p. 11) ha sostenuto che «la finanziarizzazione ha avuto un effetto negativo sugli investimenti delle imprese, probabilmente a causa dell'orientamento negativo dei valori azionari e dell'aumento dell'incertezza». Ha basato questa conclusione sulle tendenze negative del rapporto investimenti/profitto dei paesi a partire dagli anni'70. Tuttavia ci sono due ragioni principali che invalidano la sua conclusione. In primo luogo, anche se questa conclusione fa riferimento agli investimenti aziendali, per qualche motivo ha calcolato il rapporto tra investimenti (formazione del capitale fisso lordo) e «profitto» (eccedenza operativa lorda e reddito misto) utilizzando dati riferiti al *totale* dell'economia<sup>30</sup>. Noi lo abbiamo calcolato per gli Usa utilizzando gli stessi dati e le stesse variabili di Stockhammer, ma solo per le società private<sup>31</sup>. La percentuale di diminuzione del rapporto si è più che dimezzata. In secondo luogo, anche se ignoriamo il disprezzo di Stockhammer per altre possibili spiegazioni del declino del rapporto investimenti/profitto, il periodo di tempo considerato è troppo breve per consentirgli di attribuire il declino alla finanziarizzazione. Egli ha sostenuto che il «regime di accumulazione» che ha preceduto il regime «dominato dalla finanza» «è giunto a termine nel corso degli anni '70» (*Op. cit.*, p. 3). Così ha cercato di valutare gli effetti della finanziarizzazione confrontando cifre post-finanziarizzazione con una base pre-finanziarizzazione costituita da qualche anno al massimo. Non vi è ragione di credere che *a priori* questi pochi anni siano rappresentativi del periodo pre-finanziarizzazione, e quindi che il rapporto investimenti/profitto sia stato in media più alto nel periodo precedente la finanziarizzazione.

Allo stesso modo, Husson ha tratto conclusioni dell'effetto del neoliberismo sugli investimenti da una serie di dati che non forniscono alcuna informazione preliminare di base. Nel tentativo di difendere la sua tesi (Op. cit., 2008) secondo cui negli anni '80 è emerso un particolare regime d'accumulazione neoliberale in cui il profitto è stato distratto dall'attività produttiva ai mercati finanziari, ha impiegato dati (2009, grafico 7B) per gli US solo dai primi anni '80 in poi. La Figura 10 mostra la quota di profitto per l'investimento netto, usando quattro diverse misure del profitto, relativo alle quote medie del periodo 1949-1971. Poiché i dati suggeriscono che i cambiamenti del profitto in genere precedono quelli degli investimenti, abbiamo calcolato l'investimento netto di ogni anno come percentuale del profitto ottenuto nei due anni precedenti. Per questa ragione il grafico parte dal 1949 e non dal 1947, l'inizio del periodo post II Guerra Mondiale. Il grafico chiarisce che gli anni '70 non erano in alcun modo rappresentativi del periodo pre-finanziarizzazione; in questo decennio la quota degli investimenti era salita alle stelle. Quindi le serie di dati che iniziano negli anni '70 o di seguito, non ci permettono di trarre conclusioni valide su come la finanziarizzazione e il neoliberismo abbiano influito sugli investimenti produttivi.

**Figura 10 Quote d'investimento degli utili delle società statunitensi**

(come percentuale media del periodo 1949-1971; investimento netto in percentuale del profitto di due anni prima)



Dalla Figura 10 è chiaro che i movimenti delle quote di investimento possono essere suddivisi in quattro periodi distinti: 1949-1971; 1972-1985; 1986-2001; e 2000-2007. Per discutere di epoche pre e post neoliberiste, possiamo dividere il secondo periodo anche in due sotto-periodi, uno che termina nel 1980 e un altro che inizia nel 1981, l'anno in cui Ronald Reagan è diventato presidente. La Tabella 2 riassume i dati secondo questi periodi. Fino al 2001, tutte e quattro le quote di profitto per gli investimenti nell'epoca neoliberista erano maggiori o uguali delle quote di investimento pre-neoliberista. Inoltre, mentre la quota di investimenti si è ridotta notevolmente dopo gli inizi degli anni '80, come hanno rimarcato Stockhammer e Husson, questo declino non può essere attribuito alla finanziarizzazione o al neoliberismo. Uno dei motivi è che la quota degli investimenti di profitto era insostenibilmente alta all'inizio degli anni '80. A causa di un forte calo della redditività, la quota d'investimento del profitto netto tra il 1979 e il 1982 era in media del 105%; le società investivano più profitto rispetto al profitto che avevano. Un'altra ragione è che il neoliberismo e la finanziarizzazione non causavano la diminuzione della quota di investimenti al di sotto dei livelli normali. Quando ciò avveniva, ritornava ai livelli simili a quelli tipici precedenti il 1972; durante il periodo 1986-2001, tutte le quattro quote di investimenti erano superiori o uguali a quelle del periodo 1949-1971.

**Tabella 2. Quota di profitto investito dalle aziende statunitensi**

(investimento netto in percentuale dell'utile di due anni prima)

profit measure <sup>1</sup>	1949– 1971	1972– 1980	1981– 1985	1986– 2001	2002– 2007	1949– 1980	1981– 2001	1981– 2007
PI	24%	37%	38%	24%	18%	28%	28%	25%
NOS	34%	55%	54%	36%	26%	40%	40%	37%
BTP	36%	65%	72%	46%	31%	44%	52%	47%
ATP	61%	105%	107%	67%	45%	74%	76%	69%

<sup>1</sup> PI = property income; NOS = net operating surplus; BTP = before-tax profit; ATP = after-tax profit

I risultati di cui sopra utilizzano i dati degli investimenti netti e del profitto basati in parte sulle cifre dei costi storici di ammortamento. Come mostra la Tabella 3, giungiamo a conclusioni molto simili quando usiamo le cifre dei costi correnti di ammortamento.

**Tabella 3. Quote di profitto per investimenti a costi correnti delle società U.S**

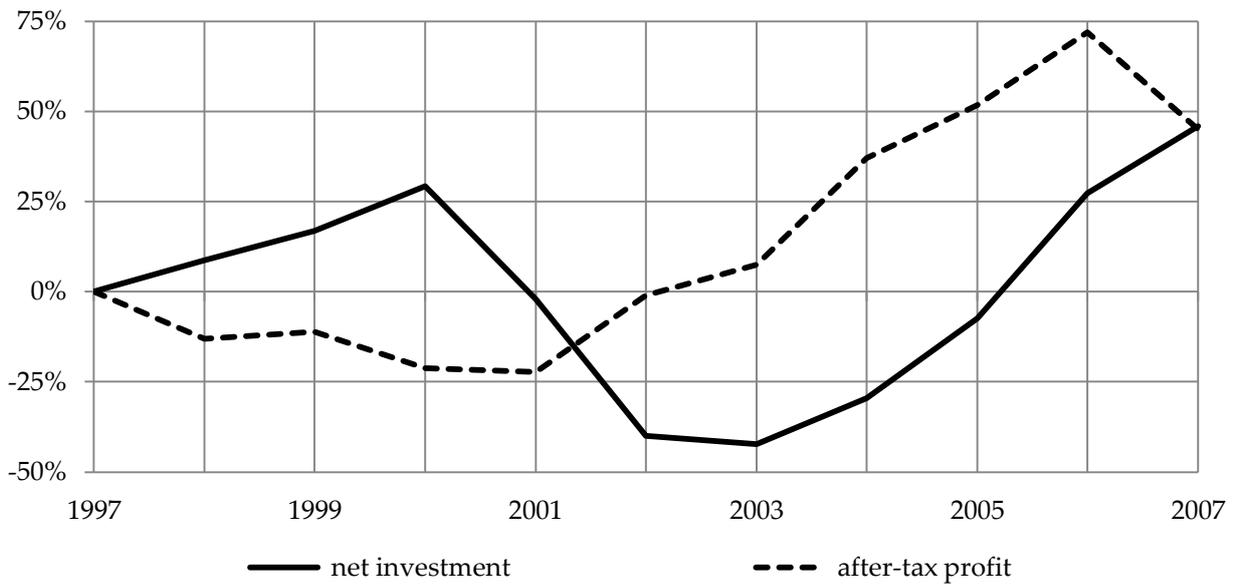
(Investimento netto in percentuale del profitto di due anni prima)

profit measure <sup>1</sup>	1949– 1971	1972– 1980	1981– 1985	1986– 2001	2002– 2007	1949– 1980	1981– 2001	1981– 2007
PI	19%	27%	27%	19%	13%	21%	21%	19%
NOS	27%	42%	41%	29%	19%	32%	32%	29%
BTP	29%	51%	60%	37%	23%	35%	43%	38%
ATP	52%	92%	106%	59%	34%	64%	70%	62%

<sup>1</sup> PI = property income; NOS = net operating surplus; BTP = before-tax profit; ATP = after-tax profit

Dopo il 2001 si è verificato un netto calo degli investimenti e un alto picco di redditività, anche se temporaneo. Di conseguenza tre della quattro quote di investimento nell'intero periodo neoliberale, 1981-2007, sono inferiori alla media del periodo 1949-1980. Tuttavia questo fatto non può essere attribuito al neoliberismo o a un nuovo modo neoliberale di governo aziendale. Tale tesi non può spiegare perché, durante i 21 anni di neoliberismo, la quota degli investimenti non sia stata inferiore alla quota pre-neoliberale, ma poi improvvisamente crollata. Il declino post-2001 della quota degli investimenti sembra essere stato una risposta temporanea agli eventi di quel periodo – forse eventi come lo scoppio della bolla del mercato azionario delle «dot-com» iniziato alla fine del 2000, il forte calo del saggio di profitto tra il 1997 e l'attacco dell'11/9. Dopo il 2004 la quota degli investimenti si è bruscamente rialzata. A esempio, mentre nel 2007 il profitto netto era superiore solo del 6% a quello del 2004, l'investimento netto era maggiore del 107%. In effetti l'investimento netto aumentava di 240 miliardi di \$ mentre il profitto netto di soli 47 miliardi di \$; ciò significa che le grandi aziende stavano investendo 5\$ ogni dollaro in più di profitto. Così, nel 2007, l'aumento percentuale dell'investimento netto rispetto al 1997 era leggermente maggiore dell'analogo aumento percentuale del profitto al netto delle imposte (Figura 11), il che implica che la quota degli investimenti nel 2007 era leggermente superiore rispetto al 1997. Non vediamo come questi fatti siano compatibili con la narrazione che neoliberismo e/o un nuovo modello di direzione aziendale stanno costringendo le società a distrarre il profitto dall'investimento produttivo verso usi finanziari.

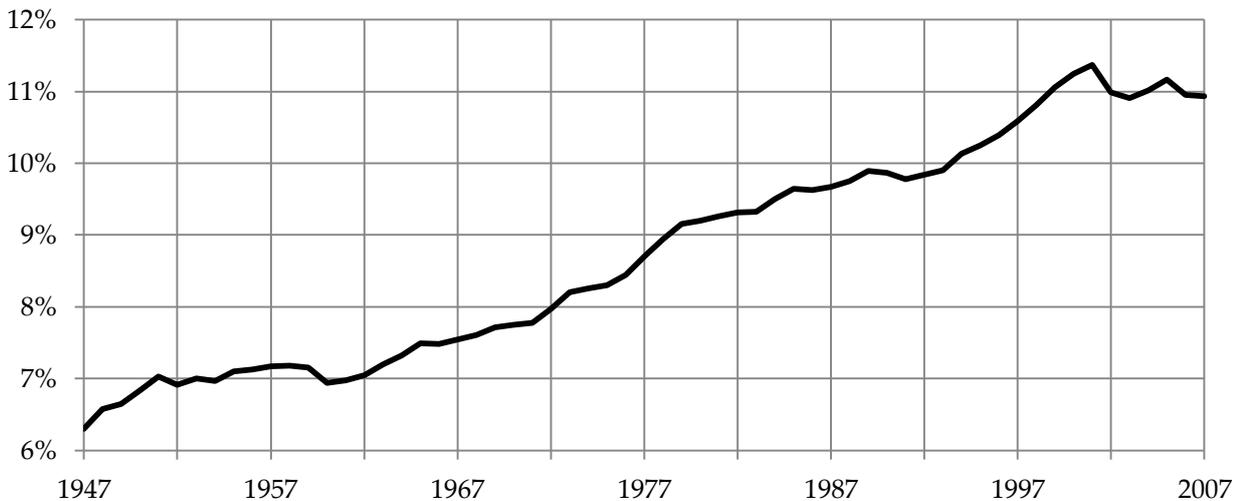
**Figura 11 Investimenti netti e profitto netto delle società statunitensi**  
(differenze percentuali dai livelli 1997)



In ogni caso, una volta che si regolano le variazioni del tasso di ammortamento, la quota media di profitto per gli investimenti diventa molto più grande nel periodo neoliberista rispetto al periodo precedente anche quando si includano gli anni post-2001<sup>32</sup>. Come mostra la Figura 12, il tasso di ammortamento – ammortamento del capitale fisso delle società in percentuale sul loro capitale fisso netto – è aumentato notevolmente dopo il 1960. Kliman<sup>33</sup> ha dimostrato che l'intero aumento è attribuibile alla rivoluzione della tecnologia informatica. L'investimento in hardware e software è diventato una quota sempre più grande dell'investimento produttivo complessivo delle società, e poiché essi si deprezzano molto più rapidamente della maggior parte dell'altro capitale fisso, il mutamento degli investimenti ha condotto a un rapido aumento del tasso generale di ammortamento.

## Figura 12 Tasso di ammortamento delle società U.S.

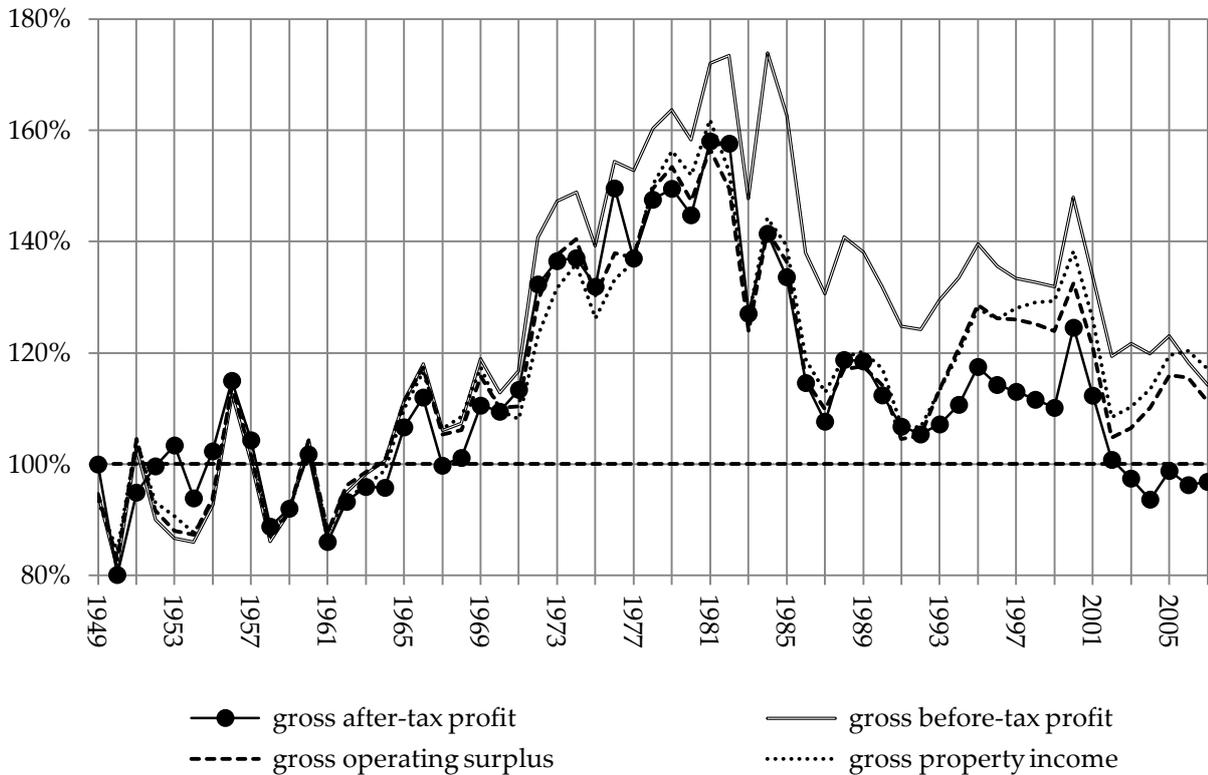
(ammortamento come percentuale del costo del capitale fisso netto)



Il neoliberismo e la finanziarizzazione non sono ovviamente responsabili di quest'aumento del tasso di ammortamento. Pertanto al fine di valutare efficacemente se hanno condotto a una distrazione di profitto dall'investimento produttivo verso usi finanziari, dobbiamo fare astrazione dall'aumento del tasso di ammortamento e controllarne gli effetti. Lo abbiamo fatto aggiungendo l'ammortamento sia all'investimento netto che al profitto. Le quote di investimento risultanti, l'investimento lordo come percentuale di ciò che possiamo chiamare il «profitto lordo» (profitto più ammortamento), sono la stessa cosa quando l'investimento netto e il profitto sono valutati al costo corrente. Una quota di investimento, l'investimento lordo come percentuale del risultato operativo lordo, è molto simile alla misurazione riportata da Stockhammer; la differenza principale è che la nostra fa riferimento alle aziende piuttosto che all'economia complessiva. I risultati di questo esercizio sono presentati nella Figura 13 e nella Tavola 4. Tutte e quattro le quote di investimento sono più alte nel periodo neoliberista – includendo gli anni post-2001 – rispetto al periodo precedente. Tre delle quattro quote di investimento superano i loro livelli del 1949-1971 anche durante il periodo 2002-2007, mentre la quota di investimento del profitto lordo è diminuita dal livello 1949-1971 di soli due punti percentuali. Così, il calo delle quote di investimento per tutto il periodo 1981-2007, rispetto al periodo 1949-1980 è attribuibile all'aumento del tasso di ammortamento, non al neoliberismo e/o alla finanziarizzazione.

**Figura 13 Quote di investimento lordo del profitto lordo delle società U.S.**

(come percentuale della media 1949-1971; investimento lordo come percentuale del profitto lordo dei due anni precedenti)



**Tabella 4. Quote d'investimento lordo del profitto lordo delle aziende americane**

(investimento lordo in percentuale dell'utile lordo di due anni prima)

profit measure <sup>1</sup>	1949– 1971	1972– 1980	1981– 1985	1986– 2001	2002– 2007	1949– 1980	1981– 2001	1981– 2007
GPI	39%	55%	57%	48%	45%	44%	50%	49%
GOS	53%	74%	75%	63%	58%	59%	66%	64%
GBTP	55%	83%	90%	73%	65%	62%	77%	75%
GATP	80%	113%	115%	91%	78%	89%	96%	92%

<sup>1</sup> GPI = gross property income; GOS = gross operating surplus; GBTP = gross before-tax profit; GATP = gross after-tax profit

## 5 La caduta del saggio di accumulazione

Come abbiamo osservato in precedenza, il saggio di accumulazione del capitale fisso delle società statunitensi ha registrato un netto calo nel corso dei tre decenni precedenti la Grande Recessione. Diversi economisti politici radicali hanno sostenuto che il calo si è verificato perché, con l'emergere della finanziarizzazione e del neoliberismo, il profitto è stato distratto dagli investimenti produttivi verso i pagamenti finanziari e le acquisizioni. Questa conclusione è una diretta conseguenza di due loro rivendicazioni fondamentali:

1. Il saggio di accumulazione è sceso anche quando il saggio di profitto si è elevato sotto il neoliberismo, il che implica il declino della quota degli investimenti di profitto<sup>34</sup>.
2. La quota di investimento è diminuita perché il profitto è stato distratto dall'investimento produttivo durante il periodo neoliberista.

Per esempio Duménil e Lévy (2004, p. 65) hanno scritto:

«Perché il ripristino del saggio di profitto non è stato accompagnato da una parallela ripresa della crescita ... ? La chiave dell'enigma si può trovare nei meccanismi monetari e finanziari ... il prolungarsi dei bassi risultati delle economie americana ed europea [ ... è] in realtà l'effetto delle dinamiche specifiche del neoliberismo. Si può quindi affermare che la crisi strutturale sia finita e incolpare il neoliberismo per i bassi saggi di accumulazione».

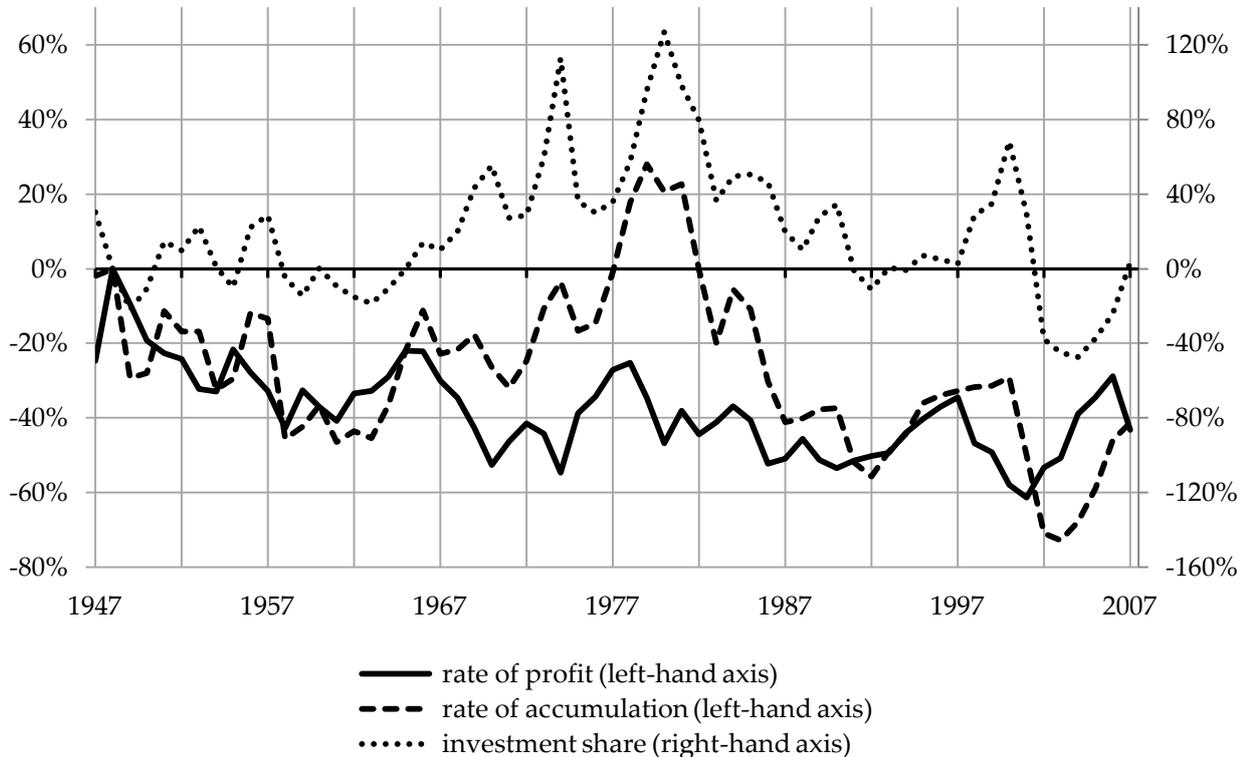
Allo stesso modo Husson (2008):

«[la] riduzione della quota salariale ha consentito una spettacolare ripresa del saggio di profitto medio dalla metà degli anni '80. Ma ... il saggio di accumulazione ha continuato a fluttuare attorno a un livello inferiore a quello ante-crisi. In altre parole, il drenaggio dei salari non è stato usato per investire di più ... La crescente massa di plusvalore che non è stata accumulata deve essere distribuita sotto forma di proventi finanziari, e qui si trova la fonte del processo di finanziarizzazione. La differenza tra il saggio di profitto ed il tasso di investimento è un buon indicatore del grado di finanziarizzazione».

Abbiamo mostrato che la rivendicazione 2) è falsa, almeno nel caso statunitense. Anche se la quota di investimento è diminuita a partire dai primi anni '80, è avvenuto perché all'inizio di quel decennio essa era troppo alta e insostenibile, e non a causa della distrazione di profitto dall'investimento produttivo verso usi finanziari. Anche se i pagamenti finanziari e le acquisizioni sono cresciuti rapidamente, ciò che lo ha reso possibile è stato l'aumentato utilizzo di fondi presi a prestito, non la deviazione del profitto dalla produzione. Nel 2001, la quota di profitto investita nella produzione non è stata inferiore sotto il neoliberismo rispetto a prima, e se controlliamo l'aumento del tasso di ammortamento, nel periodo neoliberista non è stato inferiore. Riguardo alla rivendicazione 1), il «saggio di profitto» che si è ripreso, non è un saggio di profitto nel senso comune del termine. Cioè non è il tasso di rendimento dell'investimento - profitto come percentuale dell'investimento accumulato (valore contabile al netto dell'ammortamento) - ma profitto come percentuale di quello che sarebbe costato al momento di sostituire tutto il capitale fisso. Kliman (2011, capitolo 5) ha dimostrato che il tasso di rendimento *sull'investimento accumulato* diminuisce sostanzialmente nel corso del periodo neoliberista quando il reddito da capitale o l'avanzo di gestione netto sono impiegati come misure del profitto. Quando viene impiegato il profitto lordo o netto, anche il tasso di rendimento dell'investimento diminuisce sensibilmente tra il 1982, un anno di depressione, e il 2001 (l'ultimo anno di depressione prima della Grande Recessione), ed è la linea di tendenza fondamentale dell'intero periodo 1982-2001<sup>35</sup>. Dato che le rivendicazioni 1) e 2) sono entrambi errate - quando il «saggio di profitto» s'intenda in modo normale - il declino del saggio di accumulazione non può essere attribuito a una

distrazione di profitto dalla produzione che abbia luogo a causa della finanziarizzazione e del neoliberismo. Piuttosto declina in parte perché il saggio di profitto è diminuito, e in parte perché la quota di investimento del profitto, temporaneamente e insostenibilmente alta agli inizi degli anni '80, è ritornata a livelli normali. Il cambiamento del saggio di accumulazione può essere scomposto in cambiamenti nella quota di investimento ed in cambiamenti nel saggio di profitto. Poiché il saggio di accumulazione è, per definizione, il prodotto della quota di investimento del profitto e del saggio di profitto, il mutamento percentuale nel saggio di accumulazione è approssimativamente uguale alla somma dei cambiamenti percentuali nella quota di investimento e del saggio di profitto. Questo rapporto ci aiuterà a valutare i movimenti del saggio di accumulazione del capitale fisso delle società statunitensi. Il saggio di accumulazione ha raggiunto il picco nel 1979. Tra quest'anno e il 2001 è caduto del 61%, mentre il saggio di profitto netto del 41%, e la quota di investimento del profitto netto del 34%. Così, circa il 55%  $[=41/(41+34)]$  del declino del saggio di accumulazione è attribuibile al declino del saggio di profitto, ed il 45% è attribuibile al declino della quota degli investimenti. (In tal caso il saggio di accumulazione è aumentato del 18% tra il 2001 e il 2007, giacché l'aumento del 47% del saggio di profitto è stato solo in parte compensato dalla caduta del 20% della quota degli investimenti). Prendendo una prospettiva più lunga, tutto il periodo post-bellico, la caduta del saggio di profitto rappresenta per intero la caduta del saggio di accumulazione. La Figura 14 mostra la percentuale con cui nel 1948 le variabili differivano dai loro valori. Il saggio di accumulazione tallonava il saggio di profitto nel primo ventennio del dopoguerra, e nel corso degli ultimi due decenni. Se si omette il periodo 1968-1986, le variazioni del saggio di profitto pesano per il 48% sulle variazioni del saggio di accumulazione nell'anno successivo e del 52% nel secondo anno successivo. Dopo il 1967, si è verificato un forte aumento nella quota di investimento del profitto, che ha causato un notevole aumento del saggio di accumulazione in rapporto al saggio di profitto; tuttavia poiché la quota degli investimenti è salita a livelli insostenibile, dopo il 1981 ha cominciato a precipitare, e ciò ha riportato i movimenti del saggio di accumulazione in linea con quelli del saggio di profitto<sup>36</sup>. Così, quando si considera l'intero periodo, la quota degli investimenti aveva ben poco a che fare con il calo del saggio di accumulazione. Tra il 1948 ed il 2007, il saggio di accumulazione è sceso del 41%, mentre la quota degli investimenti in effetti è leggermente aumentata del 3%. Quindi l'intera caduta del saggio di accumulazione è attribuibile a quel 43% di diminuzione del saggio di profitto netto, compensato in parte dal lieve aumento della quota degli investimenti. Questo risultato non è particolarmente sorprendente. Che il saggio di profitto sia un fattore determinante del saggio di accumulazione è un punto fermo di gran parte del pensiero economico, e infatti il loro rapporto è forse la ragione principale per cui il saggio di profitto ha importanza economica. Ciò che

**Figure 14 Tasso di accumulazione delle società statunitensi, saggio di profitto al netto delle imposte e quota d'investimento del profitto al netto delle imposte**  
(differenze percentuali rispetto ai valori del 1948)



sorprenderebbe sarebbe il persistente calo del saggio di accumulazione nonostante il persistente aumento del saggio di profitto. Coloro che affermano che tale divergenza si è verificata sotto il neoliberismo hanno richiamato l'attenzione sulla natura controintuitiva di quest'affermazione (vedi a esempio Husson 2008).

## 6 Sintesi e conclusione

Nella letteratura finanziaria sono state fatte varie dichiarazioni che il profitto sia stato distratto dall'investimento produttivo per acquisti finanziari e pagamenti a causa della finanziarizzazione e/o del neoliberismo. Questo lavoro ha dimostrato che tali affermazioni non sono corrette nel caso delle società statunitensi. La quota di profitto investito nella produzione era maggiore durante i primi due decenni di neoliberismo che nelle decadi precedenti. Inoltre, quando abbiamo analizzato l'aumento del tasso di ammortamento – aumento risultato dalla rivoluzione informatica, non dalla finanziarizzazione o dal neoliberismo – abbiamo riscontrato che la quota del profitto investito nella produzione, nella fase neoliberista eguagliava o superava quella dei decenni precedenti. Anche se la quota degli investimenti del profitto si è ridotta dopo i primi anni '80, abbiamo dimostrato che è scesa da livelli insostenibilmente alti (vicini o pari al 100% del profitto netto) a quelli tipici del ventiquennio successivo alla II Guerra Mondiale. Il declino, pertanto, non può essere attribuito alla finanziarizzazione o al neoliberismo. Il documento ha inoltre dimostrato che il calo del saggio di accumulazione delle società statunitensi tra il 1948 ed il 2007 è attribuibile alla caduta del saggio di profitto, piuttosto che alla distrazione del profitto dall'investimento. Inoltre, un po' più della metà del forte calo del saggio di accumulazione che si è verificato tra il 1979 ed il 2001 è attribuibile alla caduta del saggio di profitto, mentre il restante al ritorno ai livelli normali della quota degli investimenti del

profitto, dopo la sua insostenibile altezza. Al fine di tener conto che il profitto non è stato deviato dalla produzione anche se gli acquisti finanziari e i pagamenti sono aumentati molto più rapidamente dei profitti, il lavoro ha sottolineato il fatto che le società fanno uso di fondi presi a prestito oltre che dei profitti, e che i mercati del credito sono stati una fonte di finanziamento sempre più importante. Non esiste una sola ragione per avanzare affermazioni errate su come la finanziarizzazione e il neoliberismo abbiano influito sull'investimento produttivo. Il lavoro ha richiamato l'attenzione su diverse conclusioni errate tratte dai dati. Vogliamo concludere ribadendo quello che sembra essere il problema principale, nella speranza di non gravare sui successivi contributi della letteratura finanziaria. Ci riferiamo alla deduzione che – o forse il linguaggio erroneo ne suggerisce che – un aumento dei pagamenti finanziari o acquisti relativi in qualche modo ai fondi (profitti, fondi interni, ecc.) implica che i fondi siano stati distorti dall'investimento produttivo. Un mondo in cui il credito aggiuntivo è creato *ex nihilo* e sostenuto solo dalle promesse di restituzione – specialmente un mondo in cui questo fenomeno è sempre più significativo – non è un gioco a somma costante. La recente crisi finanziaria ha mostrato ancora una volta che questo fenomeno non è certamente senza costi, ma fra essi non c'è la distrazione del profitto dalla produzione.

## NOTE

- [1](#) Qui e di seguito si usa il termine colloquiale «prestito» per riferirsi a ciò che è noto come «risparmio negativo». Il risparmio negativo si verifica quando si utilizzano i risparmi esistenti (ricchezza) per finanziare una spesa, sia che i risparmi siano propri o li si prenda in prestito.
- [2](#) Come diciamo nella quarta sezione, il declino post-2001 è stato temporaneo; gli investimenti produttivi sono cresciuti molto più rapidamente del profitto dopo il 2004.
- [3](#) *Finanziarizzazione e rallentamento dell'accumulazione*, 2004, p. 2 e p. 31.
- [4](#) I «pagamenti finanziari» o in alternativa i «versamenti finanziari» si riferiscono ai pagamenti dei dividendi e degli interessi delle società, così come al riacquisto di azioni.
- [5](#) Duménil e Lévy, *Il capitale rinascente: le radici della rivoluzione neoliberale*, 2004, p. 153.
- [6](#) Per loro l'«utile non distribuito» è uguale al profitto netto meno i pagamenti per interessi e dividendi.
- [7](#) Orhangazi, *Finanziarizzazione e accumulazione del capitale nel settore delle società non finanziarie: un'analisi teorica ed empirica nell'economia US; 1973-2003*, 2007, p. 8.
- [8](#) Husson, *Una crisi sistemica, sia globale che di lunga durata*, 2008.
- [9](#) Lazonick, imminente, *Innovativi modelli d'affari e varietà di capitalismo: finanziarizzazione della società americana*, 2010. Lazonick/O'Sullivan, *Massimizzazione del valore azionario: una nuova ideologia del governo societario*, 2000.
- [10](#) Orhangazi, *La finanziarizzazione e l'economia statunitense*, 2008, p. 99.
- [11](#) Abbiamo tentato di replicare i suoi risultati a livello aggregato (Orhangazi 2008, p. 103, modello II nella Tabella 6.1), ma non ci siamo riusciti. In particolare mentre Orhangazi ha riferito che i pagamenti finanziari avevano un effetto negativo statisticamente significativo sugli investimenti, a livello del 10%, noi abbiamo trovato che l'effetto è stato positivo (ma significativo solo a livello del 15%). Le differenze di risultato sembrano essere dovute, almeno in parte, a discrepanze statistiche tra i valori che abbiamo ottenuto per la maggior parte delle variabili di regressione e i valori che egli ha riportato tramite i grafici di serie temporali

## La finanziarizzazione

(Orhangazi 2008, pp. 114-16). Ipotesi da parte nostra sulle procedure e dati non corretti di Orhangazi possono spiegare queste discrepanze. Tuttavia non possiamo spiegare il fatto che uno dei suoi grafici indica che il rapporto tra il valore aggiunto lordo e il capitale azionario è cresciuto quasi ogni anno tra il 1961 e il 2004, mentre noi abbiamo scoperto una forte tendenza al ribasso dopo la metà degli anni '60. Abbiamo scritto a Orhanazi nel tentativo di conciliare le due serie di risultati e attendiamo risposta.

12 *Commento di James Tobin, 1997, pp. 301-02.*

13 La seconda sezione mostrerà che nel periodo 1969-2007 era fondata sul profitto una quota molto minore degli acquisti e pagamenti finanziari delle società non finanziarie statunitensi, rispetto al periodo 1947-1967. Pertanto una quota molto maggiore è stata finanziata con prestiti aggiuntivi.

14 Questa equivalenza deriva dal fatto che gli investimenti produttivi + gli acquisti e i pagamenti finanziari = profitto + l'indebitamento, assieme al fatto che la somma delle variazioni dei termini del lato sinistro eguaglia alla somma delle variazioni dei termini del lato destro.

15 *Op. cit., 2007, p. 8.*

16 In parole povere, come usato nel *Flusso delle attività dei Fondi*, i «fondi interni» sono utili trattenuti dopo il pagamento dell'imposta sul reddito e dei dividendi, ma prima degli ammortamenti.

17 Questo confronto è limitato alle società non finanziarie perché le attività finanziarie giocano un ruolo diverso nelle operazioni delle società finanziarie. Tra il 1947 e il 2007 la quota delle attività finanziarie nelle società finanziarie è cresciuta in modo molto modesto, dall'80% all'82%, il che implica che le attività finanziarie in società finanziarie e non finanziarie sono cresciute quasi allo stesso ritmo. Al contrario, le quote di produzione (valore aggiunto lordo) e gli investimenti accumulati in capitale fisso sono molto più piccole, ma sono aumentate molto più rapidamente, dal 4% e 3% rispettivamente nel 1947, al 13% nel 2007.

18 Krippner Greta, *Sfruttando la crisi: le origini politiche della crescita della finanza*, 2011. Orhangazi *Op. cit., 2007.*

19 In media, i riacquisti di azioni proprie sono stati del 20%, 19% e 37% del risultato netto di gestione in questi tre periodi. Ci sono stati anche grandi riacquisti nel 2008 e nel 2010 rispettivamente del 28% e del 22% del risultato netto di gestione.

20 Davis, *Gestiti dai mercati: come la finanza ridisegna l'America*, 2009; Dobbin/Zorn, *Illeciti societari e il mito del valore azionario*, 2005; Fligstein, *La fine dell'ideologia (del valore azionario)?* 2005; Lazonick/O'Sullivan, *Massimizzare il valore azionario: una nuova ideologia per la direzione aziendale*, 2000.

21 Lazonick/O'Sullivan, *Op. cit., 2000, p. 18.*

22 Krippner, *Op. cit., 2011.*

23 La Krippner, nell'*Op. cit., 2011, a p.9*, fornisce una breve ma dettagliata sintesi di questi sviluppi. «Nel loro insieme questi cambiamenti hanno avuto un profondo effetto sul comportamento delle aziende, con la minaccia di acquisizioni che agisce come un bastone e l'opzione azionaria come una carota per soddisfare l'imperativo dei mercati finanziari ... ».

24 Gowan P., *Crisi nella zona centrale. Conseguenze del nuovo sistema di Wall Street*, 2009.

25 Se ci fosse stata una compensazione perfetta (dollaro per dollaro) tra i pagamenti di dividendi e gli investimenti produttivi, a 1 punto percentuale di aumento della quota degli investimenti sarebbe stato associato 1 punto percentuale medio di diminuzione della quota dei dividendi. Il coefficiente angolare 0.004 implica che il calo medio effettivo della quota dei dividendi era superiore solo di quattro millesimi.

26 Quando consideriamo solo le società non finanziarie, tutti i risultati riportati sopra circa il rapporto dividendo-investimento, continuano a rimanere validi, eccetto per la linea di regressione del periodo 1947-1988, che aumenta leggermente; il coefficiente di pendenza è 0.002. Anche tutti i risultati riportati sul rapporto prestito-investimento continuano a essere validi, a eccezione del fatto che il coefficiente di pendenza per il periodo 1989-2007 è 1.21, o 1.12 quando sia escluso il 2005. Anche questi coefficienti non sono statisticamente diversi da 1 a livelli normali di prova.

27 Questi confronti non tengono conto del comportamento delle variabili dell'anno anomalo 2005.

- [28](#) Duménil/Lévy, *La crisi del neoliberalismo*, 2011, p. 153.
- [29](#) Stockhammer, *Il regime d'accumulazione dominato dalla finanza, la distribuzione del reddito e la crisi attuale*, 2009.
- [30](#) Anche se egli dichiara che i suoi dati sugli investimenti si riferiscono solo al settore privato (*Op. cit.*, 2009, p. 24).
- [31](#) Le variabili sono «eccedenza operativa e reddito misto lordi», e «formazione del capitale fisso lordo» pubblicati nell'*OECD Stat Extracts*.
- [32](#) Poiché l'investimento netto è uguale all'investimento lordo meno l'ammortamento, l'investimento netto diminuisce, a parità di condizioni, quando l'ammortamento sale come quota dell'investimento lordo, cioè, quando una maggiore quota dell'investimento totale semplicemente rimpiazza il deprezzamento (perdita di valore) del capitale fisso esistente.
- [33](#) *Il fallimento della produzione capitalistica: le cause sottostanti la Grande Recessione*, 2011, pp. 140-143.
- [34](#) Poiché il saggio di accumulazione è il rapporto dell'investimento netto al capitale anticipato, e il saggio di profitto è il rapporto del profitto al capitale anticipato, il primo può cadere mentre il secondo sale soltanto se cade la quota di investimento.
- [35](#) La tendenza alla discesa del tasso di rendimento lordo e netto tra il 1981 e il 2005, la tendenza al leggero rialzo quando sono inclusi il 2006 e il 2007, ma di nuovo la tendenza ribassa includendo il 2008. I coefficienti di pendenza sono i seguenti: il tasso di rendimento del capitale, -0,217% ( $p = 0,001$ ); tasso dell'avanzo operativo netto, -0,148% ( $p = 0,009$ ); saggio di profitto lordo, 0,018% ( $p = 0,74$ ); saggio di profitto netto, 0,006% ( $p = 0,88$ ). I valori  $p$  indicano che, se la «vera» pendenza [declino –  $ndf$ ] fosse zero, la probabilità che i coefficienti di pendenza osservati siano diversi da zero è 1% nei primi due casi, ma 74% o più negli ultimi due.
- [36](#) La quota degli investimenti era aumentata in parte a causa del declino del saggio del profitto che all'inizio non venne accompagnato da un corrispondente calo degli investimenti, e in parte a causa dell'inflazione crescente che aumentò i prezzi dei beni d'investimento più rapidamente della sua tendenza all'aumento del profitto. Per contro, la ragione immediata per cui la quota degli investimenti è caduta rapidamente dopo il 1981 è stata il rallentamento dell'inflazione e la risposta degli investimenti, dopo un certo ritardo, alla caduta del saggio di profitto dopo il 1978. Comunque la quota degli investimenti sarebbe caduta anche senza questi inneschi, dato che le società stavano investendo più profitto di quello che ricevevano. Per questo motivo qui sottolineiamo il livello insostenibile raggiunto dalla quota degli investimenti, piuttosto che i fattori che hanno innescato la caduta.

## Appendice: dati e calcoli

A meno che non sia diversamente indicato, i dati usati in questo lavoro relativi al profitto, all'investimento netto, al capitale fisso, si basano sulle cifre d'ammortamento valutate ai costi storici.

### Abbreviations

- NIPA National Income and Product Accounts, published by the U.S. Bureau of Economic Analysis
- FAA Fixed Asset Accounts, published by the U.S. Bureau of Economic Analysis
- FoFA *Flow of Funds Accounts of the United States*, published by the Board of Governors of the Federal Reserve System

### Definitions

*After-tax profit* = before-tax profit – taxes on corporate income

*Before-tax profit* = net operating surplus – “net interest and miscellaneous payments” – “business current transfer payments (net)”

## La finanziarizzazione

*Depreciation valued at historical cost* = gross investment in fixed assets – net investment in fixed assets, valued at historical cost

*Net investment in fixed assets, valued at current cost* = gross investment in fixed assets – depreciation of fixed assets (capital consumption), at current cost

*Net investment in fixed assets, valued at historical cost* = change in the net stock of fixed assets, valued at historical cost, between the start and end of the year

*Net operating surplus* = property income – “taxes on production and imports less subsidies”

*Property income* = gross value added – depreciation – compensation of employees

*Rate of profit* = profit divided by net stock of fixed assets as of end of preceding year

*Rate of accumulation* = net investment divided by net stock of fixed assets as of end of preceding year

*Stock repurchases* = – (“net new equity issues”)

### Data Sources

#### Corporations (all domestic)

Variable	Table	Line no.
business current transfer payments (net)	NIPA 1.14	10
compensation of employees	NIPA 1.14	4
depreciation of fixed assets (capital consumption), at current cost	NIPA 1.14	2
dividend payments, net	NIPA 1.14	14
fixed assets, net stock valued at historical cost	FAA 6.3	2
gross investment in fixed assets	FAA 6.7	2
gross value added	NIPA 1.14	1
interest payments, net (plus miscellaneous payments)	NIPA 1.14	9
taxes on corporate income	NIPA 1.14	12
taxes on production and imports less subsidies	NIPA 1.14	7

#### Financial corporations

Variable	Table	Line no.
financial assets, total	FoFA L.108	1
gross value added	NIPA 1.14	16
fixed assets, net stock valued at historical cost	FAA 6.3	3

#### Nonfinancial corporations

Variable	Table	Line no.
business current transfer payments (net)	NIPA 1.14	26
compensation of employees	NIPA 1.14	20
depreciation of fixed assets (capital consumption), at current cost	NIPA 1.14	18
dividend payments, net	NIPA 1.14	30
equity issues, net new	FoFA F.102	39
financial assests, acquisitions of (net)	FoFA F.102	16
financial assets, total	FoFA L.102	1
fixed assets, net stock valued at current cost	FAA 6.1	4
fixed assets, net stock valued at historical cost	FAA 6.3	4
gross fixed investment	FoFA F.102	12
gross investment in fixed assets	FAA 6.7	4
gross value added	NIPA 1.14	17
interest payments, net (plus miscellaneous payments)	NIPA 1.14	25
internal funds, U.S. (book value)	FoFA F.102	5
liabilities, net increase in	FoFA F.102	37
liabilities, total	FoFA L.102	22
taxes on corporate income	NIPA 1.14	28
taxes on production and imports less subsidies	NIPA 1.14	23

*La finanziarizzazione*

gross domestic product	<b>Other</b>	NIPA 1.1.5	1
------------------------	--------------	------------	---