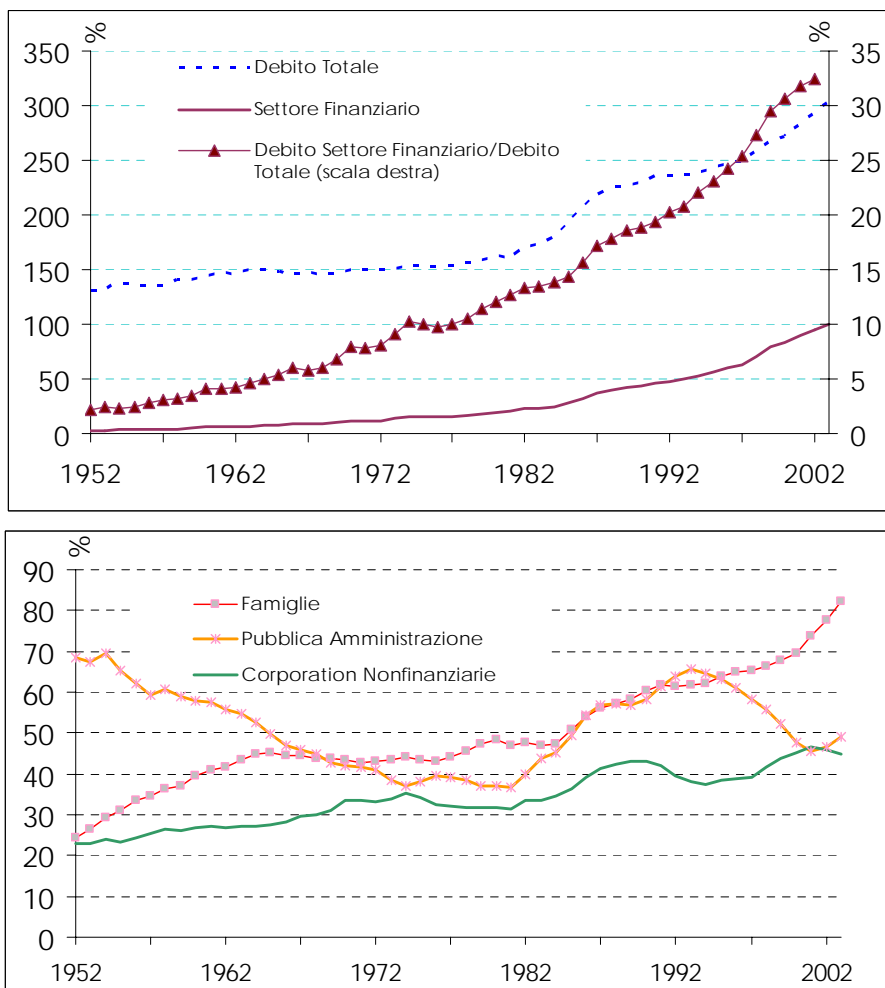


## L'indebitamento del settore finanziario americano

### Il settore finanziario americano

Uno dei mutamenti più eclatanti nel funzionamento dell'economia americana nel corso degli ultimi decenni è l'incremento del debito del settore finanziario, asceso da 10.1 miliardi di US\$ nel 1952 a 10974 miliardi di US\$ nel 2003 vale a dire dal 2.83% al 99.87% del Pil americano nonché dal 2.17% al 32.93% dell'indebitamento complessivo dell'economia americana, mentre questo stesso debito totale nel medesimo periodo passava dal 130.4% al 303.3% del Pil (*cfr.* Grafico 1).

Grafico 1.  
US. Debito Totale e Settoriale in Percentuale del Pil  
1952-2003



Per individuare le forze che si trovano alla radice di questa irresistibile tendenza alla crescita assoluta e relativa del debito del settore finanziario bisogna disaggregare il settore nei suoi componenti che sono ben sedici:

- 1) Commercial Banks, 2) Savings Institutions, 3) Credit Unions, 4) Bank Personal Trusts and Estates, 5) Insurance Companies, 6) Pension Funds, 7) Money Market Mutual Funds, 8) Mutual

\* [paolo.giussani@fastwebnet.it](mailto:paolo.giussani@fastwebnet.it). (:Milano, Giugno 2004)

*Funds, 9) Government-Sponsored Enterprises, 10) Federally Related Mortgage Pools, 11) Issuers of Asset-Backed Securities, 12) Finance Companies, 13) Mortgage Companies, 14) Real Estate Investment Trust, 15) Security Brokers and Dealers, 16) Funding Corporations.*

Queste sedici branche si occupano di faccende fra loro assai differenti ed hanno pesi molto varî. Nella Tabella 1 si può osservare l'evoluzione della distribuzione fra i suoi rami del totale degli asset del settore finanziario lungo il dopoguerra.

Tabella 1.  
US. Rami del Settore Finanziario.  
Distribuzione Percentuale degli Asset.  
1955-2003 (anni scelti)

	%	1955	1965	1975	1985	1995	2003
1	<i>Commercial Banks</i>	42.24	34.38	34.14	27.24	20.99	18.52
2	<i>Savings Institutions</i>	15.27	19.20	17.31	14.98	4.88	3.52
3	<i>Credit Unions</i>	0.61	1.09	1.37	1.54	1.47	1.47
4	<i>Bank Personal Trusts and Estates</i>	0.00	0.00	6.36	4.09	3.54	2.05
5	<i>Insurance Companies</i>	24.13	19.65	13.91	12.52	13.03	11.21
6	<i>Pension Funds</i>	8.75	13.49	14.61	19.04	21.33	16.37
7	<i>Money Market Mutual Funds</i>	0.00	0.00	0.15	2.94	3.30	5.07
8	<i>Mutual Funds</i>	2.44	4.21	2.09	2.46	8.84	10.51
9	<i>Government-Sponsored Enterprises</i>	1.15	1.89	3.62	3.83	4.06	6.60
10	<i>Federally Related Mortgage Pools</i>	0.03	0.08	1.05	4.05	7.29	8.12
11	<i>Issuers of Asset-Backed Securities</i>	0.00	0.00	0.00	0.38	3.49	6.34
12	<i>Finance Companies</i>	3.80	4.50	3.79	3.82	3.09	3.14
13	<i>Mortgage Companies</i>	0.28	0.45	0.39	0.29	0.18	0.08
14	<i>Real Estate Investment Trust</i>	0.00	0.00	0.43	0.11	0.16	0.25
15	<i>Security Brokers and Dealers</i>	1.27	1.01	0.74	1.42	2.44	3.68
16	<i>Funding Corporations</i>	0.02	0.05	0.05	1.28	1.91	3.05
	Totale	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Il ramo 1) *Commercial Banks* è quello delle tradizionali banche commerciali la cui funzione precipua è di concedere prestiti a breve termine alle aziende industriali e commerciali e che, in tale attività, sono gli unici agenti del settore creditizio a poter emettere depositi trasferibili contro prestiti ossia a creare il denaro creditizio che nell'economia contemporanea funge da mezzo di circolazione e di pagamento per eccellenza. 2) *Savings Institutions* e 3) *Credit Unions* sono in pratica casse di risparmio che acquisiscono depositi di risparmio per finanziare mutui per l'acquisto di abitazioni e di beni di consumo durevoli. Possiamo unire 1), 2) e 3) nel sottosectore (I) del *Credito di deposito*, in cui inseriamo anche 16) *Funding corporations*, un gruppo che è fatto di sussidiarie di banche estere che operano sul mercato americano per cercare fondi prestabili a società non americane e di entità contabili che servono a registrare i prestiti di titoli,

5) *Insurance Companies* è il gruppo delle compagnie di assicurazioni che ricevono fondi dai premi pagati dagli assicurati e dai contributi dei fondi pensione da esse amministrate per impiegarli nell'acquisto dei più svariati titoli: azioni, obbligazioni private e pubbliche, mutui etc. In linea di principio non vi è nessuna vera differenza fra esse e 6) *Pension Funds* che investe in titoli, primariamente azionari, i contributi periodici che provengono da una quota-parte del salario lordo dei lavoratori associati. Anche 7) *Mutual Funds* fa questo tipo di lavoro, ma con rilevanti differenze. Contrariamente ai fondi pensione, i mutual funds non devono retribuire gli associati con un periodico flusso di reddito né da loro ricevono regolari contributi periodici ma fungono da principali agenti dei capitali monetari dei ricchi e delle corporation in cerca di guadagni speculativi.

8) *Money Market Mutual Funds* acquisisce fondi dai risparmiatori, che converte in depositi trasferibili come presso le banche di deposito, per acquistare soprattutto titoli commerciabili a breve emessi dalle corporation. A queste aziende va aggiunto il ramo 4) *Bank Personal Trusts and Estates*, specializzato nel gestire notevoli depositi individuali con la compravendita di titoli obbligazionari e azionari, e il ramo 14) *Real Estate Investment Trust* che fa la stessa cosa ma mediante l'investimento in proprietà fondiaria e immobiliari e in titoli fondiari. 4) 5), 6), 7), 8) e 14) formano il sottosettore (II) dei *Fondi*, che svetta nettamente su tutti quanti nel campo degli investimenti in titoli azionari. Questo sottosettore è integralmente liquido, ossia non ha debiti bancari ed obbligazionari, ma naturalmente è integralmente esposto nei confronti degli associati.

9) *Government-Sponsored Enterprises* sono agenzie ufficialmente garantite dal governo federale che provvedono credito ai mutui ipotecari finanziando con l'emissione sul mercato di titoli commerciabili a breve, stessa funzione assolta dalle ormai quasi inesistenti 13) *Mortgage Companies* ma senza la garanzia federale. Direttamente dipendenti da 9) e 13) sono 10) *Federally Related Mortgage Pools* e 11) *Issuers of Asset Backed Securities*, pure entità contabili che svolgono in pratica la funzione di rivendere sul mercato i mutui, ipotecari e non, creati da 9) e 13), sotto forma di obbligazioni, collegate ai mutui e da esse emesse. Questa trasformazione di credito non commerciabile come i mutui ipotecari o i prestiti bancari in titoli di credito commerciabili -nota con il nome di *securitization*- è una delle maggiori novità degli ultimi venticinque anni, periodo in cui è cresciuta dal nulla al 10% dell'insieme del settore finanziario. Assieme a questi rami impegnati nel credito ipotecario va considerato anche 12) *Finance companies*, vale a dire le società finanziarie, spesso sussidiarie di corporations commerciali e industriali, con una rimarchevole costanza di peso relativo all'interno del settore finanziario lungo questi cinquant'anni, il cui lavoro principale è indebitarsi con obbligazioni a breve per finanziare acquisti a lungo termine lucrando sul differenziale dei tassi di interesse. Sommiamo questi quattro rami nel sottosettore (III) del *Credito ipotecario*.

Da ultimo resta 15) *Security Brokers and Dealers*, l'insieme di società che comprano e rivendono titoli sia per conto dei clienti, da cui ricevono in pagamento commissioni, sia in proprio, finanziandosi tanto con l'emissione di obbligazioni (in piccola parte) che con il credito bancario, garantito o meno da titoli. Queste aziende non si limitano a ricevere credito ma in certa misura lo concedono ai propri clienti usando in garanzia i titoli di questi. In teoria è questo il settore speculativo *par excellence* dove l'attività incessante del comperare per rivendere all'istante dovrebbe manifestarsi nella sua purezza. Visto che in sostanza fa lo stesso mestiere andrebbe incasellato nel sottosettore dei *Fondi*, ma lo teniamo a parte come sottosettore (IV) *Compravendita titoli* per il fatto che sembra l'unico dove compare indebitamento a scopo speculativo.

Aggregando i sedici rami finanziari nei quattro sottosectori descritti ed unendo ulteriormente i sottosectori I e III in *Credito* e i sottosectori II e IV in *Speculazione*,<sup>1</sup> otteniamo il seguente andamento:

---

<sup>1</sup> La speculazione è il contrario dell'impiego di denaro come capitale. Il capitale monetario si valorizza trasformando merci-input in merci-output, processo che mette capo ad una differenza fra prezzo di costo e prezzo di vendita solo in virtù della trasformazione fisica input-output. Al contrario, il denaro può fornire guadagni speculativi grazie al fatto di mantenere inalterata la merce acquisita inizialmente e della quale nel frattempo variano solo le condizioni di vendita. In condizioni acconce (le guerre e le catastrofi ad es.) praticamente tutte le merci possono divenire fonte di profitto speculativo, ma in condizioni normali solo le merci non riproducibili svolgono questa funzione, e la svolgono proprio perché, non essendo riproducibili, le variazioni della domanda per queste merci non producono variazioni nell'offerta, che è fissa, ma direttamente nei prezzi, da cui provengono i guadagni speculativi. Fra tutte le merci non riproducibili oggetto di compravendita speculativa la parte del leone, oltre ovviamente al suolo, la devono fare tutti i certificati di vario genere che danno al possessore titolo alla percezione di un determinato reddito.

Tabella 2  
US. Scomposizione Percentuale Aggregata degli Asset del Settore Finanziario.  
1952-2003

%	<i>I</i> Credito di deposito	<i>II</i> Fondi	<i>III</i> Credito ipotecario	<i>IV</i> Compravendita titoli	<i>I + III</i> Credito	<i>II + IV</i> Specula- zione
1952	61.34	33.14	4.41	1.11	65.75	34.25
1953	60.28	33.79	4.83	1.10	65.11	34.89
1954	59.37	34.62	4.76	1.25	64.13	35.87
1955	58.14	35.32	5.26	1.27	63.40	36.60
1956	57.19	35.99	5.67	1.14	62.87	37.13
1957	56.87	36.32	5.79	1.02	62.66	37.34
1958	56.60	36.72	5.57	1.11	62.17	37.83
1959	55.57	37.59	5.86	0.99	61.43	38.57
1960	54.69	37.93	6.45	0.94	61.13	38.87
1961	54.20	38.56	6.24	1.01	60.43	39.57
1962	55.05	37.48	6.45	1.02	61.50	38.50
1963	54.87	37.51	6.56	1.06	61.43	38.57
1964	54.58	37.61	6.75	1.06	61.33	38.67
1965	54.72	37.35	6.92	1.01	61.64	38.36
1966	54.68	37.10	7.24	0.98	61.92	38.08
1967	54.19	37.74	6.92	1.15	61.11	38.89
1968	54.22	37.51	6.92	1.34	61.14	38.86
1969	49.29	42.78	6.90	1.03	56.19	43.81
1970	50.04	41.25	7.80	0.90	57.84	42.16
1971	49.62	41.87	7.61	0.90	57.23	42.77
1972	49.73	41.70	7.58	1.00	57.31	42.69
1973	51.47	39.51	8.17	0.85	59.64	40.36
1974	53.68	36.53	9.03	0.76	62.71	37.29
1975	52.87	37.55	8.84	0.74	61.71	38.29
1976	52.16	38.11	8.72	1.01	60.88	39.12
1977	52.97	36.94	9.15	0.94	62.12	37.88
1978	52.79	36.52	9.74	0.95	62.53	37.47
1979	51.65	36.85	10.60	0.91	62.24	37.76
1980	50.01	38.00	11.05	0.94	61.06	38.94
1981	48.70	38.96	11.28	1.06	59.98	40.02
1982	47.26	39.92	11.68	1.13	58.95	41.05
1983	45.87	41.17	11.70	1.27	57.57	42.43
1984	46.85	39.76	12.11	1.28	58.96	41.04
1985	45.04	41.15	12.38	1.42	57.42	42.58
1986	42.29	43.01	12.85	1.84	55.15	44.85
1987	40.47	44.24	13.87	1.42	54.34	45.66
1988	41.10	42.84	14.87	1.19	55.97	44.03
1989	39.22	43.96	15.37	1.45	54.59	45.41
1990	37.23	44.85	16.35	1.57	53.58	46.42
1991	34.17	46.79	17.09	1.95	51.26	48.74
1992	32.72	47.37	17.65	2.26	50.38	49.62
1993	30.98	48.92	17.53	2.57	48.51	51.49
1994	30.42	49.06	18.05	2.47	48.47	51.53
1995	29.25	50.20	18.11	2.44	47.36	52.64
1996	27.70	51.55	18.21	2.54	45.92	54.08
1997	26.42	53.05	17.75	2.77	44.18	55.82
1998	25.50	53.26	18.09	3.15	43.59	56.41
1999	24.72	53.28	19.21	2.80	43.92	56.08
2000	24.54	52.70	19.54	3.21	44.09	55.91
2001	25.72	48.92	21.69	3.67	47.41	52.59
2002	26.42	46.40	23.49	3.69	49.91	50.09
2003	26.56	45.48	24.28	3.68	50.84	49.16

L'ascesa del gruppo "Speculazione" è fin troppo evidente. Come è evidente che la gran parte della sua crescita relativa è concentrata nella seconda parte dell'intervallo, ossia dal 1980 al 2003 in cui l'aumento medio annuo è stato pari a 1.02%, mentre nel periodo precedente 1952-1980 si era fermato a 0.362%. L'ascesa relativa di "Speculazione" coincide precisamente con il grande boom degli indici di Wall Street, circostanza del tutto banale da attendersi dal momento che nel periodo 1947-1982 il valore deflazionato dell'indice *S&P composite* del capitale azionario americano (di cui in buona parte gli asset del gruppo "Speculazione" sono costituiti) si è accresciuto del 1.65% medio annuo mentre nel periodo 1982-2003 del 6.79% medio annuo (e nel periodo che va dal 1947 al picco dell'anno 2000 del 9.55% medio annuo).

### *Indebitamento del settore finanziario*

A parte il credito commerciale, che i capitalisti commerciali e industriali si possono concedere a vicenda con l'emissione di effetti anche indipendentemente dall'esistenza di uno specifico settore creditizio, il credito (e quindi anche il debito) può essere di due forme fondamentali, il credito bancario e il credito obbligazionario, *grosso modo* corrispondenti alla domanda di denaro (breve termine) e di capitale (lungo termine) rispettivamente. In linea di principio, e *solo* in linea di principio, la tendenza a prevalere del credito bancario sul credito obbligazionario e del credito a breve su quello a lungo termine è un indice di crescente fragilità finanziaria perché potrebbe segnalare che il sistema si sta indebitando per far fronte a debiti accumulati insolventi cioè che sta prendendo a prestito per far fronte all'indebitamento già accumulato. Ovviamente, la tendenza opposta, ossia l'aumento del rapporto fra credito obbligazionario e credito bancario e fra credito a breve e a lungo termine, può essere a sua volta sintomo di irrobustimento finanziario, sebbene vada da sé che qui nulla è garantito. Nella Tabella 3 si osserva l'andamento delle due forme fondamentali di debito per i quattro sottosettori del settore finanziario dell'economia americana.

Tabella 3.

#### A. Debito di *Credito di deposito* (I). 1952-2003

Anni	A	B	C			Anni	A	B	C		
	Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale	A/C %	B/C %		Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale	A/C %	B/C %
1952	87.774	0.497	88.271	0.994	0.006	1978	1347.864	65.122	1412.986	0.954	0.046
1953	97.023	0.579	97.602	0.994	0.006	1979	1485.107	79.730	1564.837	0.949	0.051
1954	107.490	0.882	108.372	0.992	0.008	1980	1631.557	107.607	1739.164	0.938	0.062
1955	116.479	0.648	117.127	0.994	0.006	1981	1741.968	133.018	1874.986	0.929	0.071
1956	126.038	0.977	127.015	0.992	0.008	1982	1899.773	158.339	2058.112	0.923	0.077
1957	138.027	1.320	139.347	0.991	0.009	1983	2141.992	182.020	2324.012	0.922	0.078
1958	155.166	1.206	156.372	0.992	0.008	1984	2423.121	208.940	2632.061	0.921	0.079
1959	166.139	1.163	167.302	0.993	0.007	1985	2644.509	237.553	2882.062	0.918	0.082
1960	181.834	2.047	183.881	0.989	0.011	1986	2850.388	270.034	3120.422	0.913	0.087
1961	203.635	2.710	206.345	0.987	0.013	1987	3080.289	316.971	3397.260	0.907	0.093
1962	232.995	2.676	235.671	0.989	0.011	1988	3345.524	358.841	3704.365	0.903	0.097
1963	264.139	3.152	267.291	0.988	0.012	1989	3450.017	373.101	3823.118	0.902	0.098
1964	296.138	4.192	300.330	0.986	0.014	1990	3439.298	357.548	3796.846	0.906	0.094
1965	331.476	5.016	336.492	0.985	0.015	1991	3314.579	336.319	3650.898	0.908	0.092
1966	355.619	5.333	360.952	0.985	0.015	1992	3315.697	368.602	3684.299	0.900	0.100
1967	394.094	6.323	400.417	0.984	0.016	1993	3373.076	392.145	3765.221	0.896	0.104
1968	431.451	6.693	438.144	0.985	0.015	1994	3580.426	442.235	4022.661	0.890	0.110
1969	448.572	11.837	460.409	0.974	0.026	1995	3781.207	502.242	4283.449	0.883	0.117
1970	494.211	12.713	506.924	0.975	0.025	1996	4066.440	578.629	4645.069	0.875	0.125
1971	573.443	15.169	588.612	0.974	0.026	1997	4445.818	684.670	5130.488	0.867	0.133
1972	665.825	17.883	683.708	0.974	0.026	1998	4882.413	797.275	5679.688	0.860	0.140
1973	762.875	23.075	785.950	0.971	0.029	1999	5251.530	956.045	6207.575	0.846	0.154
1974	849.606	37.351	886.957	0.958	0.042	2000	5749.825	1019.190	6769.015	0.849	0.151
1975	926.163	42.097	968.260	0.957	0.043	2001	6097.913	1014.212	7112.125	0.857	0.143
1976	1039.924	48.747	1088.671	0.955	0.045	2002	6509.690	1063.336	7573.026	0.860	0.140
1977	1180.045	57.435	1237.480	0.954	0.046	2003	7093.048	1112.281	8205.329	0.864	0.136

### B. Debito di *Credito Ipotecario* (III). 1952-2003

Anni	A	B	C	A/C %	B/C %	Anni	A	B	C	A/C %	B/C %
	Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale				Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale		
1952	4.355	6.800	11.155	0.390	0.610	1978	20.083	303.023	323.106	0.062	0.938
1953	4.184	8.468	12.652	0.331	0.669	1979	24.449	373.103	397.552	0.061	0.939
1954	4.045	8.352	12.397	0.326	0.674	1980	25.386	411.540	436.926	0.058	0.942
1955	4.972	10.011	14.983	0.332	0.668	1981	27.295	472.835	500.130	0.055	0.945
1956	5.268	12.528	17.796	0.296	0.704	1982	29.886	540.637	570.523	0.052	0.948
1957	4.943	15.540	20.483	0.241	0.759	1983	32.314	626.355	658.669	0.049	0.951
1958	5.400	15.617	21.017	0.257	0.743	1984	35.506	739.924	775.430	0.046	0.954
1959	7.247	19.532	26.779	0.271	0.729	1985	33.052	904.003	937.055	0.035	0.965
1960	6.693	24.801	31.494	0.213	0.787	1986	45.700	1169.714	1215.414	0.038	0.962
1961	6.350	26.512	32.862	0.193	0.807	1987	37.380	1394.787	1432.167	0.026	0.974
1962	6.999	29.793	36.792	0.190	0.810	1988	38.411	1562.913	1601.324	0.024	0.976
1963	8.428	33.786	42.214	0.200	0.800	1989	51.599	1762.657	1814.256	0.028	0.972
1964	8.388	38.700	47.088	0.178	0.822	1990	54.845	2024.826	2079.671	0.026	0.974
1965	11.706	42.777	54.483	0.215	0.785	1991	62.284	2276.656	2338.940	0.027	0.973
1966	11.074	53.306	64.380	0.172	0.828	1992	64.294	2574.026	2638.320	0.024	0.976
1967	8.712	56.663	65.375	0.133	0.867	1993	50.591	2844.294	2894.885	0.017	0.983
1968	11.819	63.642	75.461	0.157	0.843	1994	33.535	3211.143	3244.678	0.010	0.990
1969	12.817	80.056	92.873	0.138	0.862	1995	31.790	3596.361	3628.151	0.009	0.991
1970	14.977	91.889	106.866	0.140	0.860	1996	40.315	4005.109	4045.424	0.010	0.990
1971	15.926	99.594	115.520	0.138	0.862	1997	40.292	4458.834	4499.126	0.009	0.991
1972	20.881	111.183	132.064	0.158	0.842	1998	42.532	5350.264	5392.796	0.008	0.992
1973	24.370	136.096	160.466	0.152	0.848	1999	51.427	6184.243	6235.670	0.008	0.992
1974	22.208	169.666	191.874	0.116	0.884	2000	51.975	6925.104	6977.079	0.007	0.993
1975	13.260	186.802	200.062	0.066	0.934	2001	66.850	7849.749	7916.599	0.008	0.992
1976	13.277	210.472	223.749	0.059	0.941	2002	64.073	8694.444	8758.517	0.007	0.993
1977	16.744	249.814	266.558	0.063	0.937	2003	72.215	9668.799	9741.014	0.007	0.993

### C. Debito di *Compravendita Titoli* (IV). 1952-2003

Anni	A	B	C	A/C %	B/C %	Anni	A	B	C	A/C %	B/C %
	Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale				Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale		
1952	3.206	0	3.206	100	0	1978	23.465	0	23.465	100	0
1953	3.625	0	3.625	100	0	1979	22.205	0	22.205	100	0
1954	4.65	0	4.65	100	0	1980	30.134	0	30.134	100	0
1955	4.956	0	4.956	100	0	1981	42.729	0	42.729	100	0
1956	4.388	0	4.388	100	0	1982	70.997	0	70.997	100	0
1957	4.537	0	4.537	100	0	1983	62.707	0.377	63.084	99.402	0.598
1958	5.108	0	5.108	100	0	1984	87.005	1.071	88.076	98.784	1.216
1959	5.167	0	5.167	100	0	1985	112.23	1.342	113.572	98.818	1.182
1960	5.672	0	5.672	100	0	1986	126.844	3.397	130.241	97.392	2.608
1961	6.556	0	6.556	100	0	1987	71.503	3.248	74.751	95.655	4.345
1962	7.386	0	7.386	100	0	1988	61.453	7.517	68.97	89.101	10.899
1963	8.069	0	8.069	100	0	1989	163.618	13.783	177.401	92.231	7.769
1964	8.727	0	8.727	100	0	1990	185.746	15.289	201.035	92.395	7.605
1965	9.107	0	9.107	100	0	1991	247.295	19	266.295	92.865	7.135
1966	9.986	0	9.986	100	0	1992	278.038	21.694	299.732	92.762	7.238
1967	13.195	0	13.195	100	0	1993	339.436	33.734	373.17	90.960	9.040
1968	16.709	0	16.709	100	0	1994	316.455	34.255	350.71	90.233	9.767
1969	13.753	0	13.753	100	0	1995	419.713	29.3	449.013	93.475	6.525
1970	14.763	0	14.763	100	0	1996	458.822	27.281	486.103	94.388	5.612
1971	15.969	0	15.969	100	0	1997	561.374	35.34	596.714	94.078	5.922
1972	20.252	0	20.252	100	0	1998	646.564	42.533	689.097	93.828	6.172
1973	16.865	0	16.865	100	0	1999	724.754	25.309	750.063	96.626	3.374
1974	14.02	0	14.02	100	0	2000	925.666	40.944	966.61	95.764	4.236
1975	17.984	0	17.984	100	0	2001	1021.875	42.343	1064.218	96.021	3.979
1976	27.79	0	27.79	100	0	2002	972.235	40.624	1012.859	95.989	4.011
1977	24.747	0	24.747	100	0	2003	1188.525	46.991	1235.516	96.197	3.803

Il sottosettore II (*Fondi*) non ha debito bancario o obbligazionario ma solo passività nei confronti dei suoi associati, passività che non costituiscono una forma di debito ma di proprietà. Il sottosettore IV (*Compravendita titoli*) ha debito verso banche, clienti e detentori di sue obbligazioni. Il sottosettore I (*Credito di deposito*) ha debiti nei confronti dei titolari di depositi a tempo e a risparmio, di banche estere, di detentori di obbligazioni e verso l'autorità monetaria. Il sottosettore III (*Credito ipotecario*) ha un piccolissimo debito bancario, dovuto esclusivamente alle *Finance Companies* e alle *Mortgage Companies*, e un notevole volume di debito obbligazionario che è il suo modo tipico per finanziare le proprie concessioni di credito.

Esaminando la composizione degli asset di tutti i rami del settore finanziario americano, è immediato osservare che l'unico sottosettore indebitato in forma tradizionale a scopi speculativi è *Compravendita titoli* ossia il ramo *Security Brokers and Dealers*. Nella seguente Tabella 4 è riassunto l'andamento delle due forme di debito per l'insieme del settore finanziario.

Tabella 4.  
Debito del Settore Finanziario USA.  
1952-2003

Anni	A	B	C	A/C	B/C	Anni	A	B	C	A/C	B/C
	Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale				Debito Bancario	Debito Obbligazionario	Debito Totale		
1952	95.33	7.30	102.63	0.93	0.07	1978	1391.41	368.14	1759.56	0.79	0.21
1953	104.83	9.05	113.88	0.92	0.08	1979	1531.76	452.83	1984.59	0.77	0.23
1954	116.19	9.23	125.42	0.93	0.07	1980	1687.08	519.15	2206.22	0.76	0.24
1955	126.41	10.66	137.07	0.92	0.08	1981	1811.99	605.85	2417.84	0.75	0.25
1956	135.69	13.51	149.20	0.91	0.09	1982	2000.66	698.98	2699.63	0.74	0.26
1957	147.51	16.86	164.37	0.90	0.10	1983	2237.01	808.75	3045.76	0.73	0.27
1958	165.67	16.82	182.50	0.91	0.09	1984	2545.63	949.94	3495.57	0.73	0.27
1959	178.55	20.70	199.25	0.90	0.10	1985	2789.79	1142.90	3932.69	0.71	0.29
1960	194.20	26.85	221.05	0.88	0.12	1986	3022.93	1443.15	4466.08	0.68	0.32
1961	216.54	29.22	245.76	0.88	0.12	1987	3189.17	1715.01	4904.18	0.65	0.35
1962	247.38	32.47	279.85	0.88	0.12	1988	3445.39	1929.27	5374.66	0.64	0.36
1963	280.64	36.94	317.57	0.88	0.12	1989	3665.23	2149.54	5814.78	0.63	0.37
1964	313.25	42.89	356.15	0.88	0.12	1990	3679.89	2397.66	6077.55	0.61	0.39
1965	352.29	47.79	400.08	0.88	0.12	1991	3624.16	2631.98	6256.13	0.58	0.42
1966	376.68	58.64	435.32	0.87	0.13	1992	3658.03	2964.32	6622.35	0.55	0.45
1967	416.00	62.99	478.99	0.87	0.13	1993	3763.10	3270.17	7033.28	0.54	0.46
1968	459.98	70.33	530.31	0.87	0.13	1994	3930.42	3687.63	7618.05	0.52	0.48
1969	475.14	91.89	567.04	0.84	0.16	1995	4232.71	4127.90	8360.61	0.51	0.49
1970	523.95	104.60	628.55	0.83	0.17	1996	4565.58	4611.02	9176.60	0.50	0.50
1971	605.34	114.76	720.10	0.84	0.16	1997	5047.48	5178.84	10226.33	0.49	0.51
1972	706.96	129.07	836.02	0.85	0.15	1998	5571.51	6190.07	11761.58	0.47	0.53
1973	804.11	159.17	963.28	0.83	0.17	1999	6027.71	7165.60	13193.31	0.46	0.54
1974	885.83	207.02	1092.85	0.81	0.19	2000	6727.47	7985.24	14712.70	0.46	0.54
1975	957.41	228.90	1186.31	0.81	0.19	2001	7186.64	8906.30	16092.94	0.45	0.55
1976	1080.99	259.22	1340.21	0.81	0.19	2002	7546.00	9798.40	17344.40	0.44	0.56
1977	1221.54	307.25	1528.79	0.80	0.20	2003	8353.79	10828.07	19181.86	0.44	0.56

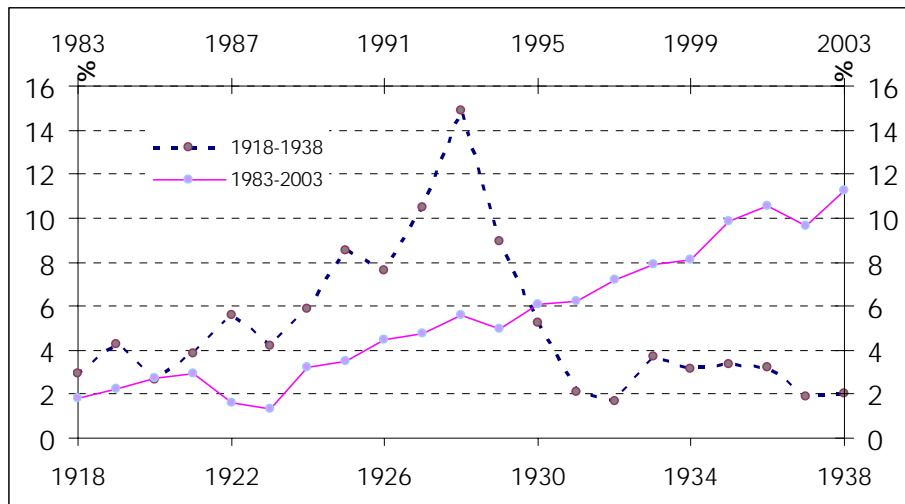
Del tutto diversamente dall'inizio del dopoguerra, il debito del settore finanziario è ora per più della metà obbligazionario a causa della nascita di un mercato di titoli commerciabili legati ad asset non liquidi, come i prestiti bancari, promosso dal gruppo III (*Credito Ipotecario*).<sup>2</sup> Questa fioritura si spiega a sua volta con l'enorme ampliamento del mercato secondario dei titoli in generale ed obbligazionari in particolare negli ultimi 25 anni, espansione che si è a sua volta fondata su di un prorompente incremento della liquidità disponibile.

Il debito apparente a scopi speculativi del settore finanziario, completamente concentrato nel ramo *Compravendita titoli*, è aumentato negli ultimi trent'anni di circa quattro volte rispetto al debito complessivo del settore, permanendo tuttavia una grandezza relativa abbastanza modesta visto che

<sup>2</sup> La crescita del debito bancario ha contribuito per il 43.29% alla crescita del debito del settore finanziario nel periodo 1952-2002, e la crescita del debito obbligazionario per il 56.71%.

il suo aumento è stato dal 2.07% del 1983 al valore massimo dell'11.21% del 2001, ancora inferiore del 26.5% al valore massimo raggiunto nel 1928 durante il boom speculativo degli anni '20 (cfr. Grafico 2 che raffronta l'andamento del credito su titoli in rapporto al Pil nei due periodi 1918-1938 e 1983-2003).<sup>3</sup> Viene spontaneamente fatto di chiedersi come mai il maggiore boom speculativo della storia non abbia generato un indebitamento speculativo ben più grande di quello che si osserva, che rimane inferiore ai picchi di quello accumulato dall'economia americana negli anni '20 prima del tracollo del 1929 malgrado l'aumento del valore nominale degli indici di borsa sia già stato nella nostra epoca nettamente maggiore di allora.<sup>4</sup>

Grafico 2.  
USA. Credito (Debito) Speculativo come Percentuale del PIL.  
1918-1938 e 1983-2003



### Nuove forme di vita

La risposta al quesito è assai facile. L'indebitamento a scopo speculativo è diventato teoricamente superfluo grazie all'impiego su larga scala dei derivati. Anzi, nella speculazione astrattamente ideale in cui acquisto e vendita sono simultanei, l'indebitamento non ha posto giacché l'acquisizione di titoli viene *direttamente* finanziata con la loro vendita e il tempo di circolazione si riduce esattamente a zero. Eliminando l'impiego di denaro per l'acquisto del capitale nominale da rivendere e rendendo così possibile concentrarsi soltanto sulle variazioni temporali di prezzo del capitale nominale che costituiscono il guadagno speculativo, i derivati consentono appunto di agire come se il tempo di circolazione fosse stato annullato giacché il loro scopo non è quello di mettere capo ad un'effettiva compravendita di titoli bensì di intascare in *cash* la differenza fra il valore nominale corrente e il valore fissato nel contratto, proprio *come se* la circolazione dei titoli-merce e del denaro avvenisse a velocità infinita.

Innalzandosi spesso a vette di genuina comicità le continue diatribe sulla vera natura dei derivati, del tutto misteriosa ai più, assomigliano alle discussioni ingaggiate dalla Scolastica medievale sullo spirito santo, specialmente quando si affrontano i due partiti di chi li vede come strumenti di assicurazione contro il rischio (*risk hedging*) e di chi li concepisce come strumenti della speculazione. In realtà i derivati non possono non essere le due cose al contempo.<sup>5</sup> Il denaro in

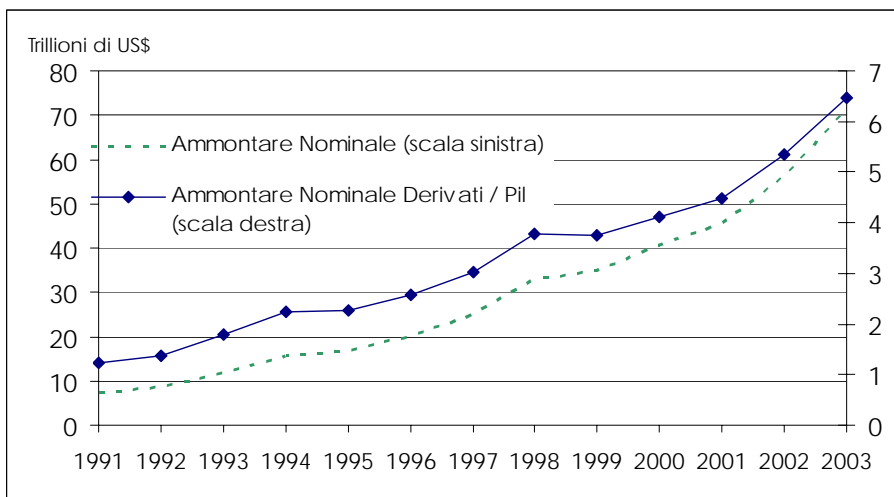
<sup>3</sup> In realtà la differenza fra i periodi 1918-1938 e 1983-2003 è decisamente maggiore di quella mostrata dal Grafico 2 giacché il debito speculativo del periodo 1918-1938 comprende solo il *margin debt* nei confronti dei brokers e non l'indebitamento nei confronti di banche che è invece contenuto invece nella serie del periodo 1983-2003.

<sup>4</sup> Misurato con il rapporto *Price/Earnings* il picco del boom speculativo 1983-2003 (boom che è tuttora in vita) toccato nel 2000 è superiore del 34.4% a quello del boom degli anni venti (1929); misurato invece attraverso il volume del giro annuo d'affari di Wall Street (*Dollar Trading Volume*) in rapporto al Pil americano il valore massimo del nostro periodo (1999) è di 2.53 volte più elevato del valore massimo raggiunto negli anni venti (1929): 330% contro 130%.

<sup>5</sup> Tutti i tipi di derivati svolgono la funzione di denaro investito speculativamente ma non tutti surrogano l'indebitamento a fini speculativi benché tutte le forme di debito speculativo possano essere rimpiazzate da un uso apposito di derivati. I derivati sui titoli azionari e obbligazionari e sui cambi sostituiscono il debito speculativo, quelli

cerca di impiego speculativo non potrebbe convertirsi in un derivato se simultaneamente non vi fosse denaro già trasformato in titoli o altre merci in cerca di una forma di assicurazione contro variazioni avverse del valore nominale. Ed è assolutamente triviale che il recente immane boom nell'impiego dei derivati (*cf.* Grafico 3) si possa spiegare solo a partire dal *precedente* boom delle transazioni sui cambi e del giro d'affari delle borse, e di Wall Street in particolare, che ne costituiscono la base naturale.<sup>6</sup>

Grafico 3.  
US. Ammontare Nominale Derivati detenuti da banche  
in valori assoluti (triloni di US\$) e in rapporto al Pil americano.  
1991-2003



L'indebitamento viene annullato attraverso l'impiego dei redditi monetari dei periodi successivi. Poiché il reddito della società non è una grandezza esistente staticamente in un dato momento ma è il risultato del movimento continuo della circolazione monetaria fra tutti i produttori e venditori di merci esistenti, è perfettamente possibile che il mancato annullamento di un particolare debito si ripercuota su tutta la circolazione monetaria riuscendo a spezzarla se i rapporti di indebitamento sono sufficientemente estesi, dato che ciascun annullamento dipende da altri annullamenti. Il *systemic risk* spesso evocato consiste precisamente nella probabilità di questa interruzione, di cui non si può misurare con precisione la variazione nel tempo ma ci si può forse fare un'idea di massima in rapporto alle variazioni nell'uso dei derivati nell'economia americana.

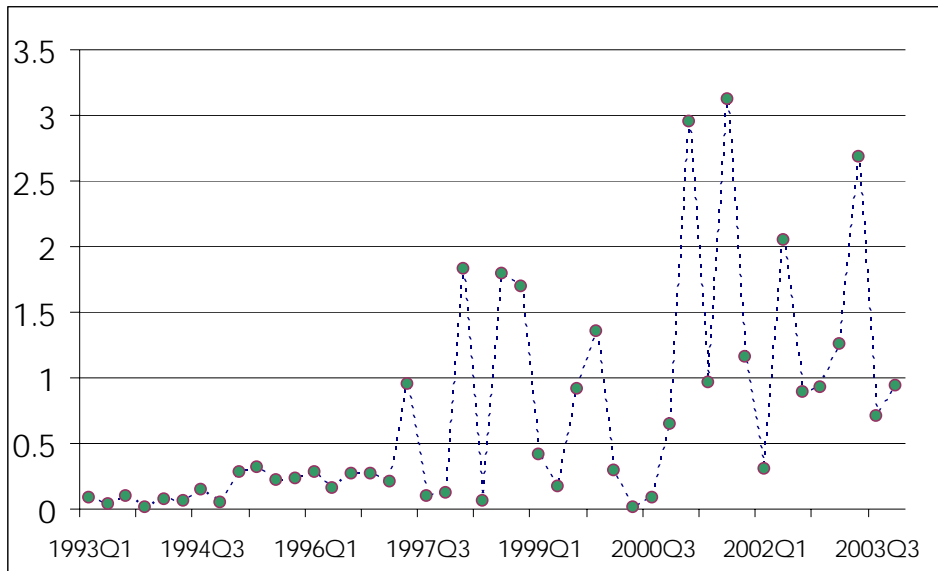
Il rischio insito nei derivati non è direttamente definito dall'ammontare del loro valore nominale bensì dalle possibili *fluttuazioni* del valore nominale dei titoli e dei rapporti (ad es. i saggi di interesse) che stanno alla base del valore nominale dei contratti derivati, dal momento che sono le somme fissate da queste variazioni che dovranno essere saldate in denaro *cash*. Limitandoci ai derivati sui titoli azionari le oscillazioni del valore nominale che interessa sono fondamentalmente quelle degli indici di borsa, e il rischio di insolvenza si può approssimare considerando il denaro liquido esistente nell'economia, e che quindi può in teoria venire usato per fronteggiare la necessità di subitanei pagamenti come quelli generati dai derivati, in rapporto all'ammontare delle oscillazioni di questi indici. Le misure tradizionali di rischio assumono come riferimento il capitale (ad es. delle banche commerciali che trattano derivati) di aziende creditizie e finanziarie ma questo può avere un senso solo riguardo alla situazione di singoli agenti che possono liquidare in parte o in tutto il proprio capitale per far fronte alle insolvenze, non certo alla dinamica dell'intero sistema nella quale conta solo il denaro liquido utilizzabile in un dato momento.

sui tassi di interesse no, dato che i tassi di interesse non sono ovviamente merci acquistabili anche se su di essi si può scommettere e quindi intascare guadagni speculativi.

<sup>6</sup> L'unico trattamento teorico dei derivati sinora degno di tal nome si trova in Nasser Saber, *Speculative Capital* vol.1 (Londra, 1999). Molto opportunamente Saber pone nell'*arbitrage* il fondamento dell'uso dei derivati, e fornisce un contributo decisivo alla comprensione delle opzioni definendole come "il diritto a rescindere un contratto *forward*" in cui il prezzo dell'opzione non è altro che il prepagamento della propria perdita potenziale da parte dell'acquirente dell'opzione.

Nel Grafico 4 si mostra l'andamento di un indice di rischio per i derivati azionari costruito dividendo lo stock di asset liquidi delle banche commerciali per il risultato della moltiplicazione del valore assoluto delle fluttuazioni trimestrali dell'indice di Wall Street *Standard & Poor's Composite* per il valore nominale dei derivati azionari.

Grafico 4.  
US. Indice di rischio per i derivati azionari  
1993q1-2003q4



Quello che importa del Grafico 4 non è il livello dell'indice, che non ha un contenuto preciso, bensì il suo andamento nel tempo che invece un contenuto ce l'ha poiché indica che le risorse liquide immediatamente utilizzabili nel sistema appaiono sempre meno in grado di far fronte all'eventuale improvvisa comparsa di problemi. Il fattore cruciale risiede sempre nelle fluttuazioni delle grandezze che sottendono i derivati e queste sono a loro volta determinate dai movimenti di capitale liquidi entro e fuori il mercato secondario dei titoli e del denaro. Ciò che determina in ultima istanza questi movimenti costituisce l'analisi veramente decisiva.

#### Nota sulle fonti

Grafico 1 : *Flows of Funds (FoF)*, Federal Reserve Board  
 Grafico 2 : *FoF e Historical Statistics of the US*, Bureau of the Census  
 Grafico 3 : *Derivatives Report (DR)*, Bank for International Settlements e *NIPA*,  
 Bureau of Economic Analysis  
 Grafico 4 : *FoF e DR*  
 Tabelle : *FoF*