

“Le cose si dissociano, il centro non può reggere” Il ‘nuovo’ capitalismo e il ritorno dell’instabilità finanziaria

Riccardo Bellofiore e Joseph Halevi

1. La dinamica della crisi

I ‘derivati’ sono contratti finanziari che scambiano attività a condizioni previste in partenza: in teoria, strumenti che distribuiscono il rischio; in pratica, benzina per la speculazione. Per Soros sono un’arma di distruzione di massa. Una definizione appropriata, ma superata dagli eventi. La crisi dei *subprime*, mutui ad alto rischio per l’acquisto della casa accesi da famiglie con scarse garanzie e reddito, ha mostrato che la micidiale combinazione dei derivati con altre innovazioni finanziarie ha reso i ‘mercati’ un campo minato. Sono già saltati in aria, con molte famiglie, anche intermediari e banche, ed è a rischio la crescita americana e globale. Si tratta di una finestra privilegiata sul capitalismo contemporaneo. E’ bene dedicargli la dovuta attenzione.

I problemi erano evidenti già a marzo-aprile. Serie difficoltà nel recuperare crediti, aumento eccezionale delle requisizioni di immobili, flessione marcata del loro valore, bassi profitti degli intermediari, subitane cadute del corso dei titoli a Shanghai, New York, Londra. Vanno in bancarotta due società specializzate, Nova Star e New Century Financial. Il ciclone si estende alla Svizzera, dove la banca UBS chiude per perdite Dillon Read, un suo *hedge fund* (fondo di arbitraggio). Questi fondi dovrebbero ‘coprire’ dal rischio e diffondere ‘sicurezza’: in realtà alimentano la speculazione per la fame di rendimenti elevati. Non è che l’inizio. A fine giugno la banca di investimento Bear Sterns ammette che due suoi *hedge fund* sono in difficoltà, e deve requisire i beni dei debitori.

La paura si trasforma in panico. Con le nuove tecniche finanziarie non si sa più dove sia il rischio, nessuno si fida più di nessuno. A fine luglio non si riescono a trovare finanziatori dei *leveraged buy-outs* (LBO) di Alliance Boots e Chrysler; ad agosto è sospesa la vendita di Virgin Media. Gli LBO sono operazioni di acquisto di imprese che fanno leva sull’indebitamento. Il debito è un costo detratto a fini fiscali, estinto grazie a quanto si ricava dalla stessa società acquisita e ristrutturata. Una vera pacchia: si compra con i soldi dei ‘risparmiatori’, per il tramite degli intermediari, a spese dei ‘contribuenti’, e si paga sulla pelle dei lavoratori oggetto del ‘risanamento’. Gli LBO hanno contribuito alla esplosione di fusioni-acquisizioni e al rialzo dei corsi azionari. A dispetto della retorica sul sistema ‘anglosassone’ - meno banco-centrico di quello ‘renano’ e incardinato sulla centralità della borsa - a finanziare gli LBO sono in realtà le banche, per di più proprietarie di molti *hedge fund*. Sono perciò le banche a restare col cerino in mano: crediti ‘cattivi’, debitori che falliscono. Per questo devono rinunciare agli LBO.

Il virus, a questo punto, passa dal *subprime* al *capital equity* - il capitale legato all’emissione di quote azionarie. D’altronde, l’appetito per le rendite finanziarie è parte essenziale della stessa *corporate governance* delle imprese. Un intreccio inestricabile tra economia ‘reale’ e patologia ‘finanziaria’. La prima

diviene strumento della 'creazione di valore per l'azionista', la quale a sua volta dipende dalla trasformazione di debiti crescenti in un mostro che cresce su se stesso, cioè dalla seconda. Una spirale che ha bisogno di una continua rivalutazione delle 'attività' e della attualizzazione dei guadagni di capitale futuri, incerti e soprastimati. Compaiono i primi sintomi del *credit crunch*, la restrizione del credito. La 'globalizzazione', con la sirena di un presunto guadagno facile, coinvolge nel disastro operatori specializzati, intermediari finanziari e banche di altre aree. I *subprime* sono molto rischiosi, ma vengono 'cartolarizzati', trasformati cioè in titoli di debito che si 'appoggiano' sui mutui ipotecari, i *Mortgage Backed Securities* (MBS). Come per altri *Asset Backed Securities* ('appoggiati' su carte di credito, finanziamenti per l'auto, etc.), vengono poi 'impacchettati' nelle *Collateralised Debt Obligations* (CDO), ovvero mescolati a titoli rappresentativi di crediti reputati meno rischiosi per la presenza di derivati.

Le CDO dovrebbero riflettere il valore dei beni che fanno da 'collaterale', a garanzia del debito. La natura fittizia di questi strumenti cartacei va insieme alla loro costitutiva opacità. Se si crede che siano sicuri e che il valore di mercato aumenterà, si ottengono plusvalenze. Come, è presto detto. Questi prodotti finanziari, dalla regolazione minima, vengono detti 'strutturati', o *complex investment vehicles*. Sono costruiti da organizzazioni private, le *conduit* o 'condotte'. L'investitore sceglie ciò che preferisce, in funzione del rendimento desiderato e del rischio percepito, che dipende dalle agenzie di *rating* le quali, in cambio di salate commissioni, concedono la qualifica AAA di debitore sicuro, quasi si trattasse di stati sovrani. Stare fuori dall'affare significa perdere un guadagno allettante. Ci cascano anche i fondi pensione: loro, sì, sono ampiamente regolati, ma il giudizio delle agenzie di *rating* permette di eludere i vincoli statuari.

Il 30 luglio la banca tedesca IKB, specialista del credito a piccole e medie imprese, rivela perdite legate ai *subprime*, l'amministratore delegato si dimette. E' 'salvata' da un consorzio di altre banche tedesche, con una iniezione di denaro fresco. L'Europa è investita in pieno dalla frana. Il 9 agosto BNP Paribas deve sospendere tre fondi. Banche e intermediari europei sono più esposti che negli Stati Uniti perché hanno giocato con le CDO 'sintetiche' - derivati che scommettono sul valore futuro dei beni che fanno da 'collaterale'. A fine agosto è il turno delle *Landesbanken* - le banche pubbliche degli 'stati' tedeschi. In forza della deregolamentazione imposta dall'Unione Europea e della stagnazione degli anni precedenti, hanno cercato rendimenti più alti eludendo Basilea 2, cioè creando *conduit* fuori bilancio.

E' il momento delle banche centrali. Il 9-10 agosto si rendono conto che le banche sono sospettose le une delle altre. Non si prestano denaro, e i tassi d'interesse sui mercati interbancari schizzano verso l'alto. La convinzione che gli *hedge fund*, speculando in direzione opposta al gioco del debito, funzionassero come paracadute si è volatilizzata. Nel panico si scommette in una direzione sola. I sofisticati modelli informatizzati, i c.d. *quant fund*, vanno in tilt: si verificano possibilità che loro ammettevano ogni 10 milioni di anni. Si teme che la crisi di liquidità si tramuti in crisi da insolvenza. Che la rarefazione della prima, cioè della possibilità di trasformare le proprie attività in potere d'acquisto, immediatamente e senza costi significativi, dia luogo, attraverso una catena di fallimenti, ad una crisi delle banche, e poi, con un effetto domino, ad una crisi generale del sistema dei pagamenti. Tanto più che quando i compratori svaniscono è impossibile stabilire il valore di liquidazione di

attività dubbie come quelle della nuova finanza.

La BCE agisce per prima, insolitamente attiva, e immette a ripetizione moneta. Nelle settimane successive, Trichet farà capire che per ora non se ne parla di aumenti del tasso di interesse. La seguono la Bank of Japan e la Federal Reserve di Bernanke, che vuol mostrarsi più 'duro' del predecessore Greenspan. Pronto a dare liquidità alle banche: ma ben lieto se qualcuno va sotto, se il premio al rischio sale, se il credito diventa più raro. In questo *poker* con i mercati deve cedere. A singhiozzo, infatti, le borse vanno a picco. La 'ricerca della qualità', la domanda di attività sicure, coperte dalla garanzia statale, come i buoni del Tesoro, si impenna, facendo aumentare il loro corso e cadere il relativo tasso d'interesse. Bernanke deve concedere credito illimitato alle banche, e accettare come collaterale i nuovi letali strumenti finanziari. Abbassa di un quarto di punto il tasso di sconto a cui la Fed presta agli istituti di credito (dal 6,25% al 6%), che di norma sta sopra di un punto percentuale al tasso sui *federal funds* (arrivato nel 2007 al 5,25%). Prima o poi dovrà ridurre anche quest'ultimo, cioè il 'prezzo' a cui le banche si fanno credito *overnight*, a brevissimo termine, e che fa da punto di riferimento dell'intera struttura del costo dei finanziamenti a breve. Prova lampante che l'offerta di moneta è endogena, che il suo controllo da parte della banca centrale è una favola, che tener duro sul tasso d'interesse è possibile solo strangolando l'economia. La pretesa di salvare il sistema finanziario senza creare 'azzardo morale', senza dare via libera ai truffatori di domani salvando quelli di oggi, si rivela una pia illusione. La banca centrale si rivela serva dell'economia del *casinò* finanziario.

Il seguito della storia segue il copione. Goldman Sachs soccorre l'*hedge fund* Global Equity Opportunities, UBS ha nuove difficoltà, così istituti francesi, canadesi, australiani. 7 agosto: fallisce Home Mortgage. 21 agosto: bufera per le carte di credito, Capital One Financial è coinvolta nel settore delle ipoteche. Si scopre che Sentinel, americana, andata in bancarotta, ha usato titoli dei clienti come collaterale per ottenere prestiti. E' poi il turno, il 22, di First Magnus e di Countrywide Financial, il 23 di Lehman Brothers. Il 31 il presidente della agenzia di Standard & Poor si dimette. Molti commenti dicono che il peggio sarebbe passato, che basta una regolamentazione più fine, che le imprese scoppiano di profitti, che le banche hanno i conti in ordine. Ma le borse continuano sulle montagne russe e le banche centrali devono intervenire di nuovo. La domanda ora è in che misura l'economia reale - americana, e globale - ne sarà toccata. Se l'atterraggio sarà *soft* o *hard*. I presagi non sono dei migliori. Ad agosto Wal Mart, la catena di supermercati dove compra la classe operaia americana, aveva denunciato difficoltà serie. Il 7 settembre non poteva esserci conferma più secca. I dati sull'occupazione americana registrano il primo saldo negativo da molti anni, e diffondono nuovo pessimismo. I mercati, di norma, vedono di buon occhio un dato del genere, che prelude a una caduta dei tassi di interesse e favorisce l'economia della borsa. Questa volta prevale la paura di quello che potrebbe essere, come nel 2000-03, uno scivolamento, grave, nella recessione. Una possibilità soltanto, sia chiaro. Ma sempre meno remota. Mentre scriviamo, a metà settembre, la Bank of England deve rifinanziare Northern Rock per mezzo miliardo di sterline: segue una corsa agli sportelli dei depositanti che ne prelevano quattro volte tanto.

2. Il 'momento' di Minsky?

George Magnus, *senior economic advisor* dell'UBS, ha scritto in due rapporti, a marzo e luglio, che l'economia degli Stati Uniti si avvicinava a un 'momento' alla Minsky. L'espressione è circolata nei blog finanziari, è finita negli editoriali di quotidiani come il *Financial Times* o il *Wall Street Journal*, ne parlano il *Guardian* e *Le Monde Diplomatique*, persino *Repubblica*.

Hyman P. Minsky (1919-1996) è un economista eterodosso americano, di tradizione autenticamente keynesiana, che ha formulato una teoria ciclica del capitalismo, segnato ineluttabilmente dall'alternarsi di bolle speculative e di tendenza alla deflazione da debiti. Non troppo nascosta l'influenza di Marx (era figlio di un menscevico ebreo emigrato a Chicago, la madre militante sindacale, membro lui stesso della sezione giovanile del partito socialista) e di Schumpeter (il processo di 'distruzione creatrice' viene esteso all'innovazione finanziaria). Il fenomeno è singolare. I 'mercati' non amano le Cassandre, e la teoria economica odierna - quella dei piani bassi, non quella delle sofisticate elaborazioni dei chierici - rifugge da chi ricorda che l'equilibrio è un momento transitorio, se non una chimera, e che non esistono centri di gravità permanenti. Come spiegare il 'ritorno' di Minsky?

La ricostruzione della teoria minskyana non è banale. Minsky è autore non sempre rigoroso, la sua riflessione è in costante ebollizione. Ma la visione che propone è semplice e potente. Il perno della determinazione di reddito e occupazione è l'investimento in beni capitali fissi; l'acquisto di nuovi beni capitali ha determinanti finanziarie; la borsa è soggetta a ondate speculative. Il problema di fondo nel capitalismo è che la stabilità è destabilizzante. Il ciclo inizia con una crescita 'tranquilla', e una finanza 'robusta'. Memori delle crisi passate, imprese e finanziatori sono avversi al rischio, i tassi di interesse bassi e stabili, l'offerta di moneta potenzialmente illimitata. Chi prende a prestito è in grado, in ogni periodo, di ripagare, con i flussi normali di contante in entrata, quanto deve: non solo come interesse, ma anche come quota del rimborso sul capitale preso a prestito. Se tutto va come previsto, residua un guadagno netto che convalida il passato impegno finanziario e stimola a prenderne di futuri. Si tratta di quella che Minsky chiama posizione 'coperta'.

Le cose, per un po', vanno bene. I profitti eccedono le attese. Si è più disposti ad accendere prestiti, banche e intermediari finanziari sono ottimisti. Chi prende e chi dà a prestito ritiene che il rischio si sia ridotto. Se la banca centrale non aumenta l'offerta di moneta, ciò non costituisce un vincolo allo sviluppo: gli intermediari inventano nuovi strumenti di pagamento, gli operatori li accettano come liquidi. Il costo del denaro non varia, l'indebitamento cresce. Nell'euforia si attivano posizioni di debito 'speculative': i flussi di contante attesi consentono di pagare l'interesse pattuito, ma non più, in ogni periodo, il capitale preso a prestito. In alcuni periodi almeno ci si deve rifinanziare. Nella fase iniziale dell'espansione, con posizioni 'coperte', la crisi poteva verificarsi soltanto per il rischio 'economico', p. es. una smentita delle attese di profitto per eventi sul mercato dei beni o del lavoro. Nel boom, chi si indebita 'speculativamente' deve affrontare anche un rischio 'finanziario': p. es., un aumento del tasso d'interesse a breve, deciso dalla banca centrale o comunque verificatosi, può trasformare i profitti attesi in perdite effettive. Lo stesso accade se le attività acquisite con l'indebitamento, invece di crescere di valore, lo perdono. La posizione 'speculativa' consente un investimento di lungo termine più alto, ma rende l'economia più 'fragile'.

Il boom degenera in una 'bolla'. Quando prevalgono gli operatori in

posizione 'ultraspeculativa' o Ponzi (dal nome di un truffatore italo-americano degli anni Venti), chi si indebita è gravato da impegni di pagamento dove, in un numero significativo di periodi, i flussi di contante in entrata sono addirittura inferiori a quelli in uscita per il pagamento dell'interesse. Aumenta il rifinanziamento, o la possibile liquidazione di attività. Una posizione 'ultraspeculativa' è razionale se si confida in profitti 'eccezionali', in guadagni in conto capitale sulle attività grazie ad un aumento del loro prezzo. Piccole variazioni inattese dei tassi a breve, o deflazioni nel valore delle attività, danno il via alla crisi. Gli agenti - imprese, banche e speculatori - nella euforia della prosperità e nell'isteria della bolla avevano ridotto le scorte di moneta e di attività liquide. Nella crisi la preferenza per la liquidità ricompare prepotentemente sulla scena.

"Le cose si dissociano, il centro non può reggere", come recita un verso di Yeats che Minsky amava citare. Riaffiora il timore di una Grande Crisi come negli anni Trenta. Al quesito "Potrebbe ripetersi?" la risposta di Minsky è però negativa. Messe alle strette, le autorità di politica economica sanno come evitarla. Innanzi tutto fornendo liquidità ai mercati, e abbattendo il costo del denaro a breve. Se il problema di fondo è l'insolvenza, questo però non basta. La funzione di prestatore di ultima istanza della banca centrale è certo essenziale, ma la politica monetaria ha efficacia limitata. Deve intervenire lo stato, con disavanzi di bilancio, non solo utili ma necessari, a sostegno dei profitti. Per non sprofondare stabilmente nella depressione occorre, insomma, una politica fiscale attiva e anti-ciclica. Il 'liberismo', col mito di uno stato 'leggero', non è una politica né di destra né di sinistra: è solo una politica stupida, di fatto non sarà mai più praticato davvero. Questa soluzione, però, crea nuovi problemi, per Minsky: la stagflazione, l'aumento dei prezzi delle merci accoppiato a stagnazione e disoccupazione; un appetito ancora più vorace di banche e intermediari per le innovazioni finanziarie; il ritorno del ciclo del credito, di spirali di euforia e panico sempre più ravvicinate.

Questo ragionamento ha una parentela con la teoria marxiana della crisi riletta alla luce dell'impostazione keynesiana. La crisi da realizzo - sproporzioni settoriali che degenerano in sovrapproduzione generale - è dovuta all'incapacità degli investimenti di coprire lo scarto tra produzione e consumi, che cresce con l'estrazione di plusvalore relativo e la caduta del salario relativo. Per Marx la crisi è posposta da una moneta e una finanza grandemente elastiche: la capacità produttiva può svincolarsi dalla capacità di consumo. Ciò sposta in avanti, ma perciò acuisce ed aggrava, la contraddizione, con il rischio di derive finanziarie. L'ipotesi dell'instabilità finanziaria di Minsky rimanda anche a Kalecki che, sulla scia di Rosa Luxemburg, sottolinea come la realizzazione monetaria del plusvalore necessita di una sorgente di domanda esterna al capitalismo puro, le esportazioni nette o il disavanzo pubblico finanziato dalla banca centrale. D'altronde, già Sweezy, ancor meno accettato di Minsky nel salotto buono degli economisti tanto ortodossi quanto eterodossi, aveva attirato l'attenzione sulla fragilità sistematica legata a banche e finanza nel capitale monopolistico.

Lo schema della instabilità finanziaria, salvo quanto si dirà fra poco, segue da vicino la successione di eventi della crisi di questa estate. Non è la prima volta. Minsky aveva messo le basi concettuali della sua 'ipotesi' tra metà dei Sessanta e metà dei Settanta, nel pieno vigore dell'era keynesiana. Le conferme non si erano fatte attendere. Minsky vivente: con la crisi messicana dell'agosto 1982 e il crollo di borsa del 1987; con due crisi legate a bolle

immobiliari, come il fallimento delle *Savings & Loans* (le casse di risparmio americane) nel 1989-90 e la crisi giapponese di inizio anni Novanta. Dopo la morte di Minsky, nel 1996: con la crisi del 1997-8 e il fallimento del *Long Term Capital Management*, poi lo sgonfiamento della *new economy* e la crisi delle *dot.com*, nel 2000-2001. L'elenco è senz'altro parziale.

3. Il 'nuovo' capitalismo, born in USA

Una impostazione alla Minsky deve tener conto di tre problemi. Innanzi tutto, l'ipotesi della instabilità finanziaria non è senza difficoltà analitiche. La tesi di Minsky è che il *leverage ratio* (il rapporto tra indebitamento e capitale proprio) cresce nell'espansione per l'economia nel suo complesso. Non è detto che ciò succeda davvero. Nella prosperità, infatti, i profitti totali crescono: l'impresa singola prende a prestito, ma il rapporto di indebitamento dell'insieme delle imprese può non variare. L'aumento del *leverage* per il settore delle imprese c'è stato comunque nel 2000-2001. Fu seguito da un rientro dal debito negli anni della crisi: la finanza aziendale è ora florida come non mai, e il debito attuale è esterno al *corporate finance*. In secondo luogo, Minsky si concentra sul finanziamento della domanda di beni capitali. Gli investimenti spiegano però poco il boom della 'nuova economia', e sono stati piatti nella ripresa dopo il 2003. D'altronde, già nel 1987 Magdoff e Sweezy sottolinearono che era ormai la finanza a determinare la composizione degli investimenti in quanto questi aumentavano nei settori legati al sistema finanziario, e stagnavano nel resto dell'economia. Infine, la bolla speculativa recente non si accompagna alla inflazione di salari e prezzi delle merci.

Una dinamica alla Minsky si è dunque prodotta: ma altrove, e altrimenti. Si deve volgere lo sguardo a famiglie e intermediari. Ai consumatori sempre più indebitati. Agli investitori in borsa e/o nell'immobiliare: affetti da una sindrome maniacale-depressiva. Ma anche al mercato e al processo di lavoro. All'onda lunga dell'attacco al salario e al *welfare*, da Volcker e Reagan in poi, quando il rinnovato primato della finanza si scarica in una costante ristrutturazione dei processi di valorizzazione. Dando vita a quella 'centralizzazione senza concentrazione' e a quella ridislocazione globale del manifatturiero che si nutrono del raddoppio dell'esercito industriale di riserva e della crescita capitalistica in Cina e in Asia. Risultato, l'ulteriore, drammatica frantumazione e frammentazione del mondo del lavoro. Anche per questo, l'esplosione della liquidità non si scarica su salari e prezzi delle merci, per lo meno nei paesi di vecchia industrializzazione, ma su attività finanziarie, ricchezza immobiliare, petrolio, e quant'altro garantisca guadagni speculativi.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale, la restrizione monetaria, lo smantellamento dello stato sociale, la concorrenza aggressiva dei *global player*, hanno messo in moto negli anni Ottanta una potente tendenza stagnazionistica. Si riduce la quota dei salari e gli investimenti non crescono a sufficienza. Unica controtendenza, i disavanzi pubblici eccezionali di Reagan, a furia di politiche a favore del complesso militare-industriale e di sgravi fiscali per i ricchi (qualcosa che Bush jr ripeterà all'inizio del terzo millennio). La congiunzione di politica monetaria restrittiva e di politica fiscale espansiva negli Usa, in contrasto con le altre aree, fa balzare verso l'alto i prezzi delle attività finanziarie, e determina un differenziale positivo dei tassi di interesse che produce afflussi di capitale e rivalutazione del dollaro. Si ingrossa il

disavanzo nel commercio con l'estero americano: ma il 'rosso' nei rapporti con l'estero non è un vincolo per un paese la cui moneta nazionale è la valuta di riserva mondiale. Queste dinamiche, accompagnate da numerosi scossoni finanziari, non instaurano subito un nuovo modello. E' solo alla metà degli anni Novanta, dopo un decennio di politiche coordinate di svalutazione del dollaro, e mentre si sgonfia l'onda dell'alto costo del danaro - che si assiste a un mutamento qualitativo di rilievo. Quelle novità che abbiamo altrove sintetizzato nella terna lavoratore 'spaventato' - consumatore 'indebitato' - risparmiatore 'terrorizzato', e che inverano una 'sussunzione reale' del lavoro alla finanza e al debito che retroagisce sulle modalità dello sfruttamento.

Conviene prendere le mosse dalla *new economy*: non intesa come nuova ondata tecnologica, ma come interazione 'virtuosa', per gli Stati Uniti, tra rinnovata politica del dollaro forte e politica monetaria di fiancheggiamento alla nuova finanza da parte della Fed. Le innovazioni finanziarie, accoppiate allo spostamento dei risparmi globali dai mercati obbligazionari del debito statale ai mercati azionari, attivano una bolla speculativa nella speranza di profitti dell'economia virtuale del tutto irrealistici. La centralizzazione del capitale finanziario a Wall Street è favorita dalla prolungata recessione del Giappone e dalla stagnazione dell'Europa, intrappolata tra riunificazione tedesca e unificazione monetaria europea, ed è accelerata dalle crisi della globalizzazione finanziaria. Grazie anche alla diffusione dei fondi pensione in giro per il mondo, la moneta affluisce sempre più negli Stati Uniti. L'euforia irrazionale dei mercati diviene parossistica, sino a che il repentino aumento dei tassi di interesse da parte della Fed a fine 1999 porta alla svolta nel marzo 2000.

La nuova 'economia della borsa' va compresa nel quadro macroeconomico globale e nel suo ruolo di dispositivo di un efficace keynesismo finanziario. Fuori dall'area anglosassone vige un eccesso del reddito sulla spesa, in forza di politiche neomercantiliste forti o deboli, all'insegna di deflazioni o svalutazioni competitive. Acuta la necessità di trovare sbocchi alla produzione. Gli Stati Uniti sono il principale fornitore della domanda globale. Come? Non può venire, per definizione, dal canale estero. Nel 1995-2000 neanche dal settore statale, in attivo sotto Clinton. Dunque dal settore privato, famiglie e imprese, la cui bilancia finanziaria va in passivo. In parte investimenti privati, in parte più significativa consumi che superano il reddito disponibile. Il meccanismo ha come perno la rivalutazione delle attività finanziarie, in particolare le azioni, e dà vita a rapporti prezzi/utigli eccessivi. Banche e intermediari trasformano la ricchezza cartacea in spesa senza fondo. Un effetto ricchezza che aumenta la componente 'autonoma' (cioè indipendente dal reddito corrente) della domanda di consumi.

Il processo, insostenibile, si sgonfia nel 2000-01, mentre riprende la svalutazione di lungo periodo del dollaro. La crisi si prolunga sino a metà 2003. E' tamponata con più moneta, spesa militare e meno tasse per i ricchi. Nel triennio, i disavanzi statali bruciano 7 punti percentuali di PIL. Il disavanzo della bilancia corrente intanto peggiora, raggiungendo il 7% del PIL nel 2005. Tende ora al 5%: grazie al rallentamento dell'economia americana, che migliora la bilancia commerciale; e alla svalutazione di oltre il 20%, che favorisce l'indebitamento netto, dato che le passività sono denominate in dollari e le attività in valuta estera. Visto che le imprese ripianano i propri bilanci e spendono meno del risparmio d'impresa, come riparte la crescita? Grazie ad una dose più robusta della stessa droga, per far ripartire i consumi di famiglie ancor più indebitate. Il mercato immobiliare, favorito dal crollo dei tassi di

interesse, viene in soccorso. Con prezzi che salgono, e rinegoziazione dei mutui ipotecari a tasso variabile, le case diventano un bancomat. Il deficit finanziario delle famiglie (misurato come i loro risparmi al netto dell'investimento residenziale) raggiunge il 4% del PIL, una novità assoluta nel dopoguerra. Come nel 1995-2000, non sarebbe potuto avvenire senza la compiacenza della banca centrale. La Fed ha favorito la domanda, prima sostenendo i prezzi dell'immobiliare, poi per il tramite dei nuovi strumenti di credito finanziati dalle banche commerciali. Una piramide la cui sostenibilità si regge sulla continua disponibilità degli acquirenti esterni di attività in dollari, in primis la Cina, di finanziare il 'buco' americano con l'estero.

Dal 2004 i tassi di interesse riprendono a salire, l'immobiliare cede, e il meccanismo di trasmissione della nuova politica monetaria si fa più perverso. Compaiono i *subprime*, e si ingrossano sino a costituire, nel 2006, ben il 40% dei nuovi crediti ipotecari, e il 13% del totale. Bisogna far entrare nel gioco le famiglie povere e il lavoro precario, che non sarebbero in condizione di indebitarsi. La sussunzione reale del lavoro al debito promette l'accesso facile alla proprietà. Nessuno si curerà di chi resta sul terreno. Con i *negative equity loan*, si fa credito per più del valore del collaterale. Si abbassano i criteri per le garanzie. Sui prestiti all'inizio non si paga interesse, o si paga solo l'interesse ma non il rimborso della quota capitale, e così via. Ma quando le cose vanno male per il debitore, il creditore non riesce a disfarsi della casa se non a prezzi inferiori ai suoi impegni. E si avvia la crisi che abbiamo descritto.

4. Per chi suona la campana?

E' molto probabile che si troverà un 'pavimento'. Vedremo a che prezzo per la crescita degli Stati Uniti e la congiuntura mondiale: non è possibile dare per scontato una recessione generale, semmai un ulteriore accumularsi delle contraddizioni. Si può peraltro dubitare che l'Europa, e a maggior ragione l'Italia, siano sganciate dalla congiuntura d'oltreoceano. La ripresa del 2006-07 è stata trainata dalle esportazioni e dagli investimenti di ristrutturazione tedeschi, non da disavanzi pubblici o consumi salariali. E il rischio viene tanto dalla maggiore correlazione tra mercati finanziari, quanto dalla diffusione del virus nel sistema bancario europeo. Inoltre, l'Europa dipende dai mercati dell'Est europeo e asiatico, tutto meno che separati da una paratia stagna rispetto all'economia americana.

Lo shock per l'area dell'euro può essere dunque significativo, e asimmetrico. La Spagna, col suo pesante boom immobiliare e un buco vistoso nel commercio con l'estero, può patirlo particolarmente. O l'Italia, che deve finanziare anche lei un disavanzo di conto corrente, sia pure inferiore. Nazioni in queste condizioni dipendono dagli afflussi di capitale, che potrebbe divenire volatile o mutare direzione. La speculazione, non potendo più attaccare il cambio (come avvenne nel 1992), può rivolgersi al mercato dei titoli di stato, e aumentare il premio sul debito pubblico. Difficilmente questi processi, nel breve-medio periodo almeno, sfocieranno in una dissoluzione della moneta unica, o per l'Italia in una riedizione del 1992. E non solo perché l'Italia fa più paura fuori che dentro, o perché se l'Italia esce dalla moneta unica finisce l'eurozona.

Il capitalismo di oggi è più che lieto di squilibri nei tassi di interesse e nelle bilance del conto corrente con l'estero. Entrambi consentono l'immissione

di liquidità per la speculazione grazie al c.d. *carry trade*: l'indebitamento in valuta di paesi a basso tasso d'interesse, per investire dove il costo del denaro è elevato così che la bilancia in conto capitale compensi posizioni commerciali negative. Il tasso di cambio (nominale) ha perso da tempo, nel breve-medio termine, la funzione di riaggiustamento degli squilibri esterni. Basta vedere l'andamento del dollaro rispetto a Regno Unito, Australia o Nuova Zelanda. O registrare come il cambio dello yen nelle ultime settimane quando si è rivalutato lo ha fatto per il rientro del *carry trade* causato dai problemi sui mercati finanziari e l'incertezza. Ancora: Germania negli anni Settanta, o il Giappone dal 1985 al 1995, sono due esempi per cui la rivalutazione non ha affatto riaggiustato la bilancia commerciale. Alto valore della moneta e elevato surplus nel commercio estero. Questo vale anche oggi per il Giappone: ancora una volta, i surplus nipponici non sono scomparsi con la iper-valutazione reale, meno che mai rispetto agli Usa. Qualcosa che non stupisce più di tanto: gli stessi cultori più seri dell'equilibrio economico generale, come Debreu, hanno demistificato il rapporto tra variazioni del prezzo e raggiungimento di un equilibrio presunto stabile.

Per l'area dell'euro non è certo dietro l'angolo una crisi quale quella che colpì la peseta, la lira e la sterlina. Secondo le stime OCSE per il 2007 la Spagna avrà un disavanzo con l'estero rispetto al PIL del 10,1%, l'Italia del 2,5%. Nel 1992, i valori erano: Spagna, 3,5%; Italia, 2,3% ; Inghilterra, 2,1%. Non si conti a dunque a breve su una catastrofe dell'Ume, o dell'Italia al suo interno. E se la Spagna saltasse, la causa immediata sarebbe la bolla immobiliare, non la bilancia corrente. L'assenza di un vincolo monetario non significa evidentemente sottovalutare il problema delle esportazioni e importazioni, dello scarto nell'andamento relativo dei prezzi, della produttività, della competitività. Si tratta di un problema strutturale serissimo, qualitativo, quale che sia a breve l'andamento della bilancia commerciale, e che è sempre stato al centro delle nostre analisi: anche quando gli economisti della sinistra radicale italiana erano ossessionati da una battaglia male impostata e peggio proseguita sul bilancio pubblico. Conta cosa si produce, cosa e dove si esporta, cosa e da dove si importa: con la Germania nella fascia alta delle macchine e della tecnologia; l'Italia in parte, ma solo in parte, come subfornitura di qualità. Il che spiega il fragile buon andamento recente della bilancia commerciale al netto della bolletta energetica, che è già in difficoltà, e il diverso atteggiamento rispetto al boom cinese.

L'Italia è doppiamente subalterna, ha una crescita dipendente al quadrato: perché trainata da uno sviluppo a sua volta non autopropulsivo come quello neomercantilista. Qualcosa che deve essere aggredito con una politica di piano del lavoro e una qualificata spesa pubblica, attenta al vincolo sociale e ambientale, fuori dalla sirena della via alta alla competitività. E' chiaro che non si può più ragionare, a sinistra, su linee di divisioni nazionali. Perché è sempre maggiore il rilievo del lavoro migrante. E perché le catene di estrazione di valore sono ormai transnazionali: le aziende centrali della filiera controllano strategia e saperi, ed esternalizzano basse tutele e bassi salari. Avanzamento tecnologico e precarizzazione possono essere parte di un medesimo processo. La trasversalità delle catene del valore rende problematica la stessa interpretazione delle bilance commerciali tra le regioni dell'Europa dell'euro, che possono mascherare fenomeni diversi.

L'accumularsi, per ora non esplosivo, degli squilibri anche in Europa sarà un alibi per non aumentare il carico fiscale sui redditi di capitale e piuttosto

aumentare il peso delle tasse sul lavoro dipendente. Per dare un ulteriore giro di vite. Perseguendo nuovi tagli alla spesa pubblica e sociale. Imponendo una ulteriore riduzione della dinamica del salario contrattato nazionalmente. Prolungando il tempo di lavoro sociale nell'arco vitale. Dando mano libera alle imprese su orari e precarietà. A ben vedere, la presunta 'irrazionalità' della costruzione della a unificazione monetaria europea sta non tanto nel produrre una illuministica convergenza reale sotto il cappello della moneta unica, quanto nell'acuire divergenze reali tra le regioni interne. Resuscitando, per questa via, un vincolo sedicente 'naturale' che aiuti a 'regolare' i diversi mercati del lavoro, a ridefinire centri e periferie che intersecano le frontiere, a sventagliare la catena della valorizzazione tra punti 'alti'. Un po' come nel caso del Patto di stabilità, bisognerebbe evitare di cadere nella retorica e negli inganni pseudo-scientifici dell'avversario di classe.

Dovremo tornarci. Dove sia la sinistra, intanto, non si sa bene. Questa estate, per esempio, di queste questioni sembra che i più se ne siano accorti, se se ne sono accorti, solo nel pieno di una crisi che non ci si attendeva, magari immediatamente scambiandola per annuncio di un crollo. A settembre, il dibattito sui temi dell'economia è ricominciato come se niente fosse, come se la finanziaria o la precarietà con tutto ciò non abbiano a che vedere. Come se si potesse riprendere il teatrino delle piccole polemiche. Come se ci si potesse accontentare di riduzioni illusorie del danno, o di 'spalmare' una linea c.d. rigorista. Come se l'Europa o l'Italia possano essere sganciate da queste dinamiche. O come se sia di un qualche aiuto invocare lo stato o l'attacco alla rendita, per di più dopo anni di analisi, sulle novità della globalizzazione e del capitalismo. E, perché no?, prendendo la via facile di bollare come 'pessimisti', magari cosmici', o chissà perché 'rassegnati', quei pochi che insistono a guardare in faccia la realtà. Che non si nascondono la cecità interpretativa e la povertà propositiva di questa sinistra, così com'è. Che invitano a riprendere un cammino di analisi e di proposta meno raffazzonate e mediatiche. E' solo rimettendo i piedi per terra che si potrà riprendere a tenere la testa alta.