

La sostenibilità macroeconomica e sociale di un'economia diseguale e finanziarizzata

di Paolo Naticchioni e Paolo Piacentini

I. Introduzione

Nel corso degli ultimi decenni abbiamo assistito a tre importanti fenomeni: la disuguaglianza dei redditi è cresciuta in modo generalizzato e, più specificamente, si è manifestata una tendenza alla polarizzazione, di cui hanno beneficiato gruppi ristretti al vertice della piramide distributiva; il sistema economico, su scala globale, si è sempre più “finanziarizzato” come prova il fatto che le attività finanziarie sono cresciute in modo esponenziale, al punto di equivalere, oramai, a diversi multipli del reddito “reale” mondiale; infine, dopo il “crack” del 2007, che inizialmente ha riguardato i segmenti più speculativi del mercato obbligazionario degli Stati Uniti, si è sviluppata, in tutti i paesi capitalisti “maturi”, la crisi economica più grave dagli anni Trenta.

Tra questi fenomeni vi sono importanti e complesse relazioni. Nel presente lavoro ci proponiamo di individuare le principali tra di esse, in modo da delineare un quadro di riferimento utile per l'analisi del funzionamento del capitalismo finanziario o, come si dirà più avanti, di un modello di capitalismo *finance-led*. La nostra analisi ha carattere preliminare e non ha alcuna pretesa di completezza, vista la difficoltà del compito. Riteniamo, però, utile riflettere sui nessi tra questi tre macro-fenomeni – ciascuno dei quali, peraltro, scaturisce da una complessa interazione tra contesti storico-istituzionali e comportamenti individuali – anche allo scopo di valutare quali siano le prospettive future di un'economia “finanziarizzata”, “polarizzata”, e soggetta – anche a causa dei comportamenti erratici dei mercati finanziari – al rischio di crisi.

2. Tecnologia, disuguaglianza e polarizzazione dei redditi

È diffusa la percezione, peraltro confermata dai dati, che nel corso degli ultimi decenni si sia prodotto non soltanto un generale peggioramento delle disuguaglianze, ma anche una più specifica polarizzazione dei redditi tra

“pochi molto ricchi” e “molti piuttosto poveri”, che ha determinato anche un restringimento della classe media (*shrinking middle class*).

Le cause di questo fenomeno sono, probabilmente, molteplici e tra di esse ve ne sono certamente alcune collegate alla mutata importanza della finanza. Tuttavia, almeno con riferimento ai redditi da lavoro e in particolare ai salari, un ruolo importante sembra essere stato svolto anche dalla “rivoluzione tecnologica” che si è accompagnata alle innovazioni nelle tecnologie dell’informazione e della comunicazione (TIC). Tale rivoluzione è stata uno dei principali fattori di cambiamento dei sistemi produttivi più avanzati negli ultimi decenni.

La forte complementarità tra le nuove tecnologie e il lavoro qualificato, ovvero tra innovazione e lavoratori con elevato capitale umano, è alla base del cosiddetto fenomeno dello *skill-biased technical change*. L’idea sottostante è che le caratteristiche delle nuove tecnologie e i processi di riorganizzazione della produzione che ad esse si accompagnano abbiano favorito una sostenuta crescita della domanda relativa di lavoro qualificato da parte delle imprese nella maggior parte dei paesi più sviluppati dell’area OCSE. Questa accresciuta domanda avrebbe più che compensato l’aumento dell’offerta di lavoro qualificato legato al secolare processo di scolarizzazione della forza lavoro. Pertanto, al generale aumento del livello di istruzione medio degli occupati si sarebbe accompagnato un incremento della disuguaglianza salariale tra lavoratori più e meno qualificati, espressione di un rendimento crescente del capitale umano. Fino alla metà degli anni Novanta il fenomeno dell’aumento del rendimento del capitale umano in termini di prospettive occupazionali e reddituali ha interessato gli Stati Uniti e i paesi anglosassoni (Autor, Katz, 1999); successivamente, esso si è esteso in alcuni paesi europei come la Germania (Dustmann, Ludsteck, Schönberg, 2009).

Negli anni più recenti è emersa una concezione più articolata del cambiamento tecnologico, che tiene conto del ruolo delle mansioni e dei compiti produttivi svolti nel posto di lavoro. Secondo la teoria del cambiamento tecnologico *task-biased* proposta da Autor, Levy e Murnane (2003), le nuove tecnologie sarebbero, infatti, complementari al lavoro nello svolgimento di mansioni non ripetitive, mentre sono sostitutive del lavoro nello svolgimento di mansioni ripetitive (routinarie). Esse, cioè, favorirebbero la domanda relativa di lavoro sia nelle “buone” occupazioni – quelle, cioè, in cui si svolgono compiti non routinari di natura cognitiva e interattiva – sia, sebbene in misura minore, nelle “cattive” occupazioni – cioè quelle in cui si svolgono compiti di natura “manuale”, anche se non routinari. Le nuove tecnologie sarebbero invece sostitutive del lavoro nelle occupazioni “intermedie”, quelle in cui le mansioni, sia cognitive che manuali, sono rou-

tinarie. L'evidenza empirica più recente sui cambiamenti della struttura dell'occupazione conferma queste predizioni dalla teoria del cambiamento tecnologico *task-biased*. Al riguardo si possono vedere i contributi di Autor, Katz e Kearney (2008) per gli Stati Uniti, di Dustmann, Ludsteck e Schönberg (2009) per la Germania e di Goos, Manning e Salomons (2009) per i paesi europei.

Ai nostri fini, è di particolare interesse verificare se il fenomeno della polarizzazione dei redditi, già individuato rispetto ai complessivi redditi da lavoro, abbia riguardato anche i salari. Firpo, Fortin e Lemieux (2011) mostrano come effettivamente negli Stati Uniti, dagli anni Ottanta al primo decennio del Duemila, si sia verificato un processo di polarizzazione anche fra i salariati: le remunerazioni dei lavoratori qualificati sono fortemente aumentate mentre i salari dei lavoratori che si trovano intorno alla posizione mediana, e che svolgono in prevalenza mansioni routinarie facilmente sostituibili attraverso la tecnologia, si sono ridotti nel tempo.

La polarizzazione è la conseguenza del fatto che i salari dei lavoratori meno qualificati sono aumentati di più di quelli "mediani", in quanto diverse mansioni poco qualificate non possono essere sostituite dalla tecnologia; questo è, ad esempio, il caso del settore dei servizi alle imprese e alle persone (pulizie, sicurezza, ristorazione ecc.). Firpo, Fortin e Lemieux (2011) sostengono che, oltre al progresso tecnico, alla polarizzazione dei salari negli Stati Uniti ha contribuito la perdita di potere del sindacato, che avrebbe colpito in maggior misura i lavoratori collocati al centro della distribuzione dei salari.

Per quanto riguarda i paesi europei, anche Massari, Naticchioni e Ragusa (2012) identificano un effetto polarizzante delle nuove tecnologie: essi dimostrano che il cambiamento tecnologico (approssimato dall'analisi delle caratteristiche dei *tasks* occupazionali) determina un effetto polarizzante sulla distribuzione dei salari, con un vantaggio relativo per i lavoratori non qualificati rispetto ai lavoratori mediani.

Nel mercato del lavoro si assiste pertanto a un cambiamento tecnologico e istituzionale in grado di ridurre le quote di occupazione e di salari della classe media, a vantaggio dei due estremi, dei più ricchi e dei più poveri.

3. I *top incomes*

Quando si passa dai redditi da lavoro ai redditi generati da diverse fonti (lavoro, capitale, ricchezza) alcune di queste tendenze vengono confermate. In particolare, seguendo l'impostazione di Piketty e Saez (2006), è interessante concentrare l'attenzione sull'andamento di lungo periodo della quota del reddito dei cosiddetti *top incomes*, cioè dei percettori di redditi

più elevati nella popolazione¹. I dati presentati da Piketty e Saez mostrano come, a partire dai primi anni Ottanta, più del 50% della crescita totale dei redditi degli Stati Uniti sia stata assorbita dall'1% più ricco. Una tendenza analoga è riscontrabile in Inghilterra, ma non in Giappone, Francia e Germania. Piketty e Saez sostengono che questa differenza fra i paesi anglosassoni e altri paesi riguarda principalmente la quota che proviene dal reddito da lavoro. Infatti, mentre nei paesi anglosassoni gli aumenti eccezionali associati ai redditi da lavoro si sono aggiunti a quelli dei *rentiers*, nei paesi europei tale aumento eccezionale dei redditi da lavoro dei top-manager ecc. è avvenuto in modo più contenuto, limitando la crescita della quota di reddito associata ai super ricchi.

La maggiore disuguaglianza dovuta ai *top incomes* viene attribuita da Piketty e Saez alle norme sociali e sindacali, che in Europa porrebbero un limite alla crescita delle remunerazioni per le competenze più ricercate, impedendo loro di raggiungere i valori che sono abituali negli Stati Uniti. Inoltre, i maggiori compensi dei dirigenti potrebbero essere, anche negli Stati Uniti, la conseguenza del potere crescente che essi hanno di stabilire il proprio compenso, appropriandosi di rendite a spese degli azionisti. Questo fenomeno può essere stato incentivato dalla diminuzione delle aliquote fiscali per gli alti redditi nella maggior parte dei paesi avanzati, e dalla pratica di distribuire parte della remunerazione dei manager sotto forma di *stock option* di azioni, che si è diffusa più velocemente negli Stati Uniti. Anche i trend osservati da Piketty e Saez suggeriscono come la classe media abbia perso importanza nel tempo, a vantaggio di un numero ristretto di individui che ha visto accrescere in modo significativo la propria quota di reddito nazionale.

Interessante è anche l'andamento della disuguaglianza nella ricchezza patrimoniale. Piketty mostra che nel 2010, il 10% più ricco della popolazione possedeva il 70-75% del totale della ricchezza privata negli USA e il 60-65% in Europa, mentre la stessa quota, a cavallo tra XIX e XX secolo, si aggirava attorno all'80-90%. Secondo le interessanti riflessioni di Piketty (2011) vi sono due modalità di arricchimento. La prima, sostanzialmente di carattere meritocratico, consiste nel percepire redditi elevati in un mercato del lavoro concorrenziale. La seconda modalità, che sostanzialmente è quella dei *rentiers*, consiste, invece, nel far fruttare il capitale ottenuto attraverso lasciti ereditari.

Secondo le sue stime, in Francia il valore del patrimonio trasmesso, al netto dei debiti, fra il 1820 e il 1920, era stimabile attorno al 20-25% del

1. Per un'analisi complementare a quella che viene qui svolta, si può vedere il saggio di Bogliacino e Maestri in questo stesso fascicolo.

reddito nazionale annuo. Si tratta di una quota rilevante. Nel periodo compreso tra i due conflitti mondiali tale quota è calata drasticamente, ma successivamente, in particolare nel XXI secolo, ha ripreso a salire. Oggi assistiamo al ritorno della rendita, permesso dalla combinazione di bassa crescita dell'economia reale e di elevato rendimento dei patrimoni. Se il tasso di rendimento sui patrimoni è più alto del tasso di crescita dell'economia, i patrimoni ereditari sono destinati ad avere un peso crescente nella formazione della ricchezza; e questo vuol dire che il passato erode il futuro. Piketty si sofferma anche sulla cosiddetta illusione meritocratica, cioè sul fatto che per riconciliare il principio formale di eguaglianza politica con le esistenti diseguaglianze socio-economiche, le moderne democrazie devono giustificare queste ultime con il merito e/o l'utilità comune. In modo simile, egli contesta che la meritocrazia, grazie agli sforzi degli individui di migliorare in modo significativo il proprio *status*, induca una progressiva accumulazione di capitale umano. Si tratta, egli argomenta, di una doppia illusione, in quanto nella composizione della nuova ricchezza e nella distribuzione di nuovo reddito conterà sempre di meno il capitale umano individuale e sociale e sempre di più il patrimonio ereditato.

Sulla base di questi ragionamenti Piketty arriva a una conclusione “provocatoria”, sostenendo che la società attuale non è necessariamente più meritocratica di quella dell'*Ancien Régime*. Ciò poteva essere vero nel periodo post bellico – quando è esistito a lungo un equilibrio meritocratico basato sul lavoro, nella cornice della sostenuta crescita economica del dopoguerra e della diminuita incidenza della quota di ricchezza ereditaria. Ma non vale più negli ultimi decenni.

Pertanto, anche secondo l'analisi di Piketty, si è avuto, nel tempo, un progressivo indebolimento della classe media: i fattori che sembravano essere i più promettenti per favorire quest'ultima e, più in generale la mobilità sociale – come la promozione del merito e la crescita del capitale umano – rischiano di contare sempre meno e di perdere, in particolare, importanza nei confronti delle grandi eredità concentrate nelle mani di pochi.

4. Attività reali e funzione finanziaria: il rovesciamento di fini e mezzi

La “rivoluzione digitale” può, dunque, avere originato tendenze che hanno inciso negativamente sulla stabilità occupazionale e sul tenore di vita della maggioranza dei percettori di reddito da lavoro. Tuttavia, vi è un fattore, collegato alla finanza, che ha avuto certamente un impatto maggiore sull'indebolimento del potere contrattuale del lavoro: l'amplia-

mento degli spazi di mobilità del capitale nel contesto di una economia “globale”, che ha spazzato via regole precedentemente condivise e ha indebolito le protezioni di cui godevano i “mercati interni” del lavoro. Grazie a questa maggiore mobilità e a una più generale debolezza nella regolamentazione dei mercati sui cui essa operava, la finanza ha potuto andare liberamente in cerca dei migliori rendimenti e ha potuto anche creare nuovi strumenti finanziari in grado di permettere arricchimenti istantanei e stratosferici.

I dati rivelano una nuova fattispecie di società “divisa”: da un lato ci sono coloro che hanno titolarità su rendite e che comandano una posizione privilegiata nell’allocazione del dividendo sociale, dall’altro c’è la maggioranza degli esclusi.

Se nell’*Ancien Régime* tali privilegi scaturivano da posizioni feudali trasmesse per via ereditaria, oggi essi derivano principalmente dai patrimoni (qualunque sia stata la loro origine nel tempo) e dalla loro valorizzazione.

Preservare e accrescere ulteriormente la ricchezza² diventa, al di là del diverso impegno dei soggetti nel contesto economico-sociale (si tratti del *rentier* parassitario o del *manager work-alcoholic*), la motivazione prioritaria di una nuova oligarchia del denaro.

L’intera “sovrastuttura” del comparto finanziario incide per quote sempre maggiori sull’attività economica complessiva e ha come ruolo primario quello di favorire la “valorizzazione del valore”. Questo ruolo finisce per “sussumere” (sostituire snaturando) quello tradizionale di intermediazione fra risparmio delle famiglie e investimento reale d’impresa, l’unico considerato dalla teoria economica convenzionale. Il “mercato” per antonomasia, quello che viene quotidianamente evocato con timore reverenziale per il suo potere di determinazione dei valori dei crediti e dei costi dei debiti, e che così pesantemente condiziona ogni altra opzione e priorità di politica economica o di politica *tout court*, non è altro che l’insieme delle sedi, in cui operatori specializzati gestiscono e rivalutano i portafogli di ricchezza.

Dopo queste considerazioni, è utile cercare di ricomporre in un quadro sintetico le interdipendenze fra i tre fenomeni ricordati in apertura: la crescita delle disuguaglianze, il potere della finanza e la crisi dell’economia reale. Il nostro scopo principale è proporre una riflessione sulla “sostenibilità” macroeconomica nel medio termine del modello di riproduzione dell’economia e di regolazione della società che si è consolidato negli ultimi due o tre decenni e che chiameremo *finance-led*.

2. ($D \rightarrow D +$) secondo la nota formulazione di Marx relativa all’accumulazione di danaro mediante danaro.

5. Lo *shareholders' value*

Il nostro punto di partenza è il principio dello *shareholders' value*, che stabilisce il primato del valore per l'azionista. Tale principio illustra bene il carattere "totalitario" dell'ultima versione del neoliberismo, che rovescia la visione pluralista dei modelli di regolazione "riformistici", basati sulla nozione alternativa dello *stakeholders value*, o valore per i partecipanti al processo economico.

Secondo questa visione, "azionisti" e lavoratori sono *stakeholders* di pari dignità e devono partecipare entrambi alla ripartizione dei guadagni di produttività. Inoltre, la titolarità delle decisioni (*right to manage*) spetta alla funzione "manageriale" che ha il compito prioritario di assicurare la crescita dell'impresa nel medio periodo. Le politiche dei redditi consociative o partecipative costituiscono il completamento a livello macro-sociale di questa visione (Lazonick, O'Sullivan, 2000; Dore, 2000).

I dati confermano che questo "ribaltamento dei fini" nella gestione delle imprese quotate si è compiuto. I margini di autofinanziamento si sono ridotti, smentendo clamorosamente la retorica anglosassone del *market centered capitalism*, in cui si esalta il ruolo del finanziamento diretto dell'investimento reale da parte del mercato borsistico. Più recentemente si è scoperto che le imprese "non-finanziarie" sono divenute acquirenti netti, piuttosto che offerenti, dei propri titoli quotati. Questo, al fine di sostenere le proprie quotazioni in borsa, in modo da risultare più attraenti per gli *shareholders* (Crotty, 2005; Skott, Ryoo, 2008).

Assegnando il primato all'azionista, sono state spazzate via queste mediazioni e al loro posto si è affermato l'obiettivo prioritario del massimo rendimento per il capitale monetario investito nell'impresa. Per fare in modo che i *managers* operino in coerenza con questo obiettivo, le loro retribuzioni sono state collegate in misura crescente con i rendimenti del capitale e con il valore di borsa della impresa; in particolare, si è fatto ricorso alle *stock options*. Tutto ciò ha distolto completamente l'attenzione dagli investimenti strategici e dalle innovazioni, che danno risultati su un orizzonte troppo lungo e perciò ben poco attraenti per azionisti interessati soltanto ai guadagni immediati.

Con il riconoscimento al capitalista "monetario" di una prelazione sul dividendo si è rotta la norma sociale, che era stata di fatto in vigore negli anni della *Golden Age*, secondo cui i guadagni di produttività si dovevano distribuire in modo partecipativo tra tutti i percettori di reddito. Tale norma era uno dei pilastri su cui poggiava quello che i sociologi della "scuola della regolazione", hanno chiamato il "compromesso fordista". Ora i guadagni di produttività vanno in larghissima misura a vantaggio dei capitalisti monetari che sono, nelle imprese e nella società, una minoranza. Ciò ha

contribuito a modificare la forma della piramide distributiva, contribuendo a determinare, in particolare, l'assottigliamento dei ceti medi.

Queste evoluzioni pongono, però, più di un problema al buon funzionamento del sistema economico e ne mettono in pericolo la sostenibilità, anche soltanto in senso strettamente economico, nel medio o lungo periodo.

Il primo problema riguarda il rischio che si indebolisca la capacità del sistema economico di generare una domanda di prodotti adeguata ad assorbire l'offerta che si genera quando i livelli di occupazione siano accettabili e, quindi, la disoccupazione sia contenuta. È questo il problema dell'equilibrio dell'economia reale. Il secondo problema riguarda, invece, i mercati finanziari e, in particolare, la possibilità che si generino squilibri soprattutto a causa della crescita continua nelle consistenze finanziarie in cerca di impieghi redditizi. Questo è il problema dell'equilibrio nella sfera finanziaria.

6. Il rischio di sottoconsumo

Il primo problema rinvia allo “spettro”, spesso evocato ma sempre rimosso dalle correnti ortodosse di pensiero economico, della tendenza strutturale al “sottoconsumo” nelle economie capitalistiche mature. Una simile tendenza può, però, facilmente originarsi in un'economia in cui il reddito si redistribuisce dai poveri (che tendono a consumare tutto il loro reddito) ai ricchi o super-ricchi (che consumano quote molto piccole dei loro elevatissimi redditi) (King, 1997). Per illustrare questo problema possiamo fare riferimento ai lavori classici di Michal Kalecki, che sono stati ripresi di recente da diversi autori (Van Treeck, 2009; Skott, Ryoo, 2008; Hein, 2010).

L'idea di base è che se non vi è domanda sui mercati non vi sarà produzione e quindi non si potranno distribuire redditi. Tra questi ultimi a noi interessano in modo particolare i profitti. Come Kalecki dimostrò, la grandezza di questi ultimi dipende principalmente proprio dalla spesa effettuata da coloro che percepiscono questi stessi redditi; al limite, i profitti coincidono con questa spesa se i percettori di salari, nel loro insieme, consumano tutto il proprio reddito disponibile, senza nulla concedere al risparmio e se, inoltre, il bilancio pubblico e il saldo commerciale con l'estero sono in pareggio³.

3. In termini formali vale la seguente: $C_w + C_\pi + I + X = Y_w + \pi + T$. A sinistra si trovano le componenti della spesa aggregata: i consumi da salari e da profitti (C_w e C_π), gli investimenti lordi I , le altre componenti esogene della domanda (X , spesa pubblica ed esportazioni nette); a destra si trovano il reddito disponibile, per il lavoratori (Y_w) e per i percettori di

Il senso generale è che, quando i salariati spendono tutto il loro reddito, i profitti possono aumentare solo se aumentano gli investimenti produttivi, cioè gli acquisti di mezzi di produzione da parte delle imprese, se aumenta il consumo dei capitalisti (un consumo opulento) oppure se aumenta la spesa dello Stato o aumenta la capacità di vendere all'estero.

Negli anni più recenti, in quasi tutti i paesi a capitalismo maturo gli investimenti produttivi (in rapporto al PIL) sono rimasti stazionari oppure sono lievemente declinati. Non si tratta di una buona notizia per i profitti delle imprese non finanziarie. Per sostenere questi ultimi occorre, quindi, che il consumo dei capitalisti si espanda, che la spesa pubblica aumenti (ma si tratta di una tendenza preclusa dalle politiche di *austerità*) o che si riesca a vendere di più all'estero. Un'ulteriore possibilità è che i percettori di salari si indebitino per effettuare consumi in eccesso rispetto al proprio reddito. In tal modo essi sosterebbero la domanda e, quindi, i profitti.

In effetti, abbiamo assistito, soprattutto negli Stati Uniti, al crescente indebitamento delle famiglie, anche quelle dei salariati; a una maggiore, generalizzata, importanza dei consumi opulenti, sostenuti anche dagli elevati rendimenti del capitale finanziario, oltre che dalle altissime retribuzioni dei manager; e, almeno in alcuni casi – come quello, recente, della Germania – alla attribuzione di un ruolo trainante alle esportazioni. La crisi ha mostrato quanto sia difficile assicurare un equilibrio duraturo in questo modo, soprattutto se si desidera che i profitti siano una quota crescente del reddito nazionale.

Ma al di là della crisi, ci si può chiedere se coloro che vengono avvantaggiati in termini di reddito da questo modello possano esprimere un potenziale di domanda comparabile a quella che nei decenni della *Golden Age* “fordista” è venuta dai salari crescenti e che ha portato all'espansione dei beni di consumo di “massa”. Anche in caso di risposta positiva, sorgerebbe il problema della composizione della domanda aggregata, e per induzione, della struttura dei fabbisogni di lavoro, in una società sempre più orientata a produrre i beni di consumo richiesti dalle élite finanziarie.

Crescerebbe, probabilmente, la domanda di beni che svolgono il ruolo di simboli di *status* (auto di lusso ecc.) e aumenterebbero i servizi per l'in-

profitto (π) oltre alle entrate pubbliche, rappresentate dalle imposte (T). Se i lavoratori consumano tutto quello che guadagnano (cioè $C_w = Y_w$), si ottiene: $C_p + I + B = \pi$, dove “B” esprime i “saldi netti” di bilancio del settore pubblico e del resto del mondo. Pertanto, i “capitalisti guadagnano quello che spendono”, a parte l'eventuale contributo addizionale del deficit del settore pubblico e dell'avanzo con l'estero.

trattenimento e per il tempo libero del ceto benestante. È probabile che cresca anche la domanda di lavori “servili” e questo potrebbe rafforzare la tendenza verso una stratificazione sociale da *Ancien Régime*.

Sul versante opposto, i redditi contenuti spingerebbero i meno privilegiati verso consumi meno sofisticati e a dare rilievo maggiore, nelle proprie scelte di consumo, ai prezzi; questo potrebbe ulteriormente rafforzare i processi di delocalizzazione delle produzioni manifatturiere verso le aree dove i costi del lavoro sono più bassi.

7. L'eccesso di risparmio e i mercati finanziari

Esaminiamo ora il mercato delle transazioni finanziarie, in senso lato, che è stato denominato, di recente, *Coupon Pool* (Froud, Johal, Williams, 2002; Erturk *et al.* 2007). In questo mercato si comprano e si vendono molteplici attività patrimoniali, caratterizzate da diverse combinazioni di rendimento e di rischio: azioni, beni immobili, titolarità all'appropriazione di flussi di pagamento collegati all'indebitamento di una controparte e, in misura oggi sempre più rilevante, titoli “derivati”. Questi ultimi, come si spiega anche in altri contributi a questo fascicolo, sono “contratti” che implicano incassi o esborsi contingenti, collegati a variazioni nelle quotazioni di un “collaterale” che è legato alle oscillazioni nel valore di una qualche attività patrimoniale “primaria”.

Su questo mercato affluiscono i risparmi che si formano in ogni periodo. Le tendenze della distribuzione dei redditi ricordate in precedenza, e in particolare la polarizzazione, fanno sì che la massa dei risparmi cresca nel corso del tempo. Infatti, la quota di reddito risparmiato tende a crescere con il crescere del reddito percepito.

A livello internazionale può aversi un forte flusso di investimenti in altri paesi, che di norma si trovano in una situazione di deficit nei conti commerciali con l'estero. Un esempio importante riguarda l'impiego di risparmi cinesi sui mercati finanziari americani. Questo flusso di risparmio alimenta una domanda crescente di strumenti finanziari, sia sui mercati nazionali sia su quelli internazionali, e il rischio che si corre è di avere un “ingorgo di risparmio” (*saving glut*). Il risparmio in cerca di impieghi farà inevitabilmente crescere il prezzo delle attività sulle quali si indirizza e l'esito principale sarà quello di generare “bolle” speculative (come, ad esempio, nel caso del settore immobiliare americano, prima della crisi).

Pertanto, carenza di domanda nell'economia reale e eccesso di domanda nei circuiti finanziari possono facilmente coesistere, dando luogo a una divaricazione (*decoupling*) che costituisce un pericolo potenziale per il

complessivo equilibrio del sistema. Quanto, e fino a quando, potrà essere sostenuta questa divaricazione fra mercati reali e finanziari in una economia globalizzata? Vi sono meccanismi più o meno automatici di compensazione e riequilibrio?

Una possibile compensazione potrebbe essere rappresentata proprio dall'espansione dei consumi opulenti sostenuta dall'incremento di valore dei patrimoni, soprattutto quelli finanziari. Si tratta di un effetto noto in letteratura come "effetto ricchezza". Al di là dei dubbi espressi in precedenza sulle caratteristiche di un modello in cui assume sempre maggiore importanza questo tipo di consumo, si può dubitare che tale effetto sia in grado di assicurare la crescita equilibrata del reddito e della spesa all'interno di un circuito *finance-led*, sostituendosi al meccanismo "fordista", di cui si è già detto (Boyer, 2000).

In effetti, la grave crisi innescata dalle sregolatezze dei mercati finanziari dovrebbe costituire una convincente smentita di questa ipotesi. Piuttosto, per sostenere la crescita di un'economia con tali caratteristiche, il prezzo da pagare sembra essere quello di una crescente "fragilità", nel senso originariamente evocato da Hyman Minsky (1975, 1986). E la "fragilità" costituisce il preludio di una vera e propria crisi.

In breve, è assai dubbio che un circuito di crescita *finance-led* possa risultare stabile e sostenibile nel lungo periodo. Il paragrafo che segue intende approfondire ulteriormente questo punto.

8. La divergenza tra economia finanziaria ed economia reale e i suoi limiti

Nelle fasi di prosperità è certamente possibile che si verifichi il *decoupling* fra la sfera finanziaria e quella reale: la prima può espandersi a ritmi che eccedono di molto la crescita della seconda. Ma la domanda è se, al di fuori di queste fasi, le quotazioni dei *coupons* non debbano essere in un rapporto di "coerenza" con l'economia reale e le sue variabili fondamentali. Se così non fosse vorrebbe dire, in particolare, che le quotazioni finanziarie possono crescere indefinitamente perdendo ogni legame con i rendimenti reali ottenuti nella sfera produttiva.

Questa riflessione sui "vincoli reali alla valorizzazione finanziaria", essenziale per un inquadramento critico dell'attuale fase dell'economia capitalistica, non è stata finora sviluppata in modo adeguato, anche nell'ambito della letteratura critica nei confronti della finanziarizzazione (Stockhammer, 2004; Epstein, 2005; Orhangazi, 2008; Palley, 2008; Hein, Van Treeck, 2010).

Il problema richiede analisi complesse, anche sul piano formale, che non possono essere proposte in questa sede. Pertanto, le considerazioni

che seguono vanno considerate come nulla più che un tentativo di inquadramento preliminare.

Per sviluppare meglio la nostra analisi, è opportuno esaminare distintamente le diverse categorie di titoli finanziari. Rispetto a ciascuna di esse ci chiederemo quali sono gli effetti di una domanda finanziaria crescente sui loro rendimenti e, in particolare, se questi possono seguire dinamiche sganciate da quello che accade nell'economia reale senza andare incontro a instabilità e crisi.

a) *Azioni, obbligazioni, e altri derivati da titoli di debito.* I primi titoli finanziari che consideriamo sono le azioni e le obbligazioni. Le azioni, in quanto titoli di partecipazione al capitale di un'impresa, danno diritto a rendimenti che dipendono dai profitti i quali, nel caso delle imprese non finanziarie, si formano sui mercati reali. Pertanto, il loro valore dipende dai profitti correnti e attesi delle imprese alle quali si riferiscono e, attraverso questo canale, si stabilisce una relazione stretta tra l'andamento dell'economia reale e il valore di questa forma di detenzione della ricchezza finanziaria.

Le obbligazioni, in quanto titoli rappresentativi del debito contratto da chi le ha emesse, danno diritto a un flusso di interessi che è fisso nel suo ammontare e noto nelle sue scadenze. Anche in questo caso, quando il debitore è un'impresa non finanziaria, i profitti "reali" svolgono un ruolo decisivo; infatti il rating e i valori delle obbligazioni dipendono dalla percezione dei rischi di solvibilità del debitore. La controparte debitrice può essere essa stessa una società finanziaria; ma anche in questo caso le promesse di pagamento devono essere onorate dai ricavi correnti, condizionati dai contenuti "reali" degli impieghi finanziari.

Il debito può, infine, essere sottoscritto da istituzioni pubbliche e in tal caso esso assume, nella fattispecie principale, il carattere di debito "sovrano". Di nuovo, anche in questo caso, il rifinanziamento (*roll-over*) e i suoi costi sono legati alla credibilità del potere "sovrano" di estrarre reddito dalla propria economia mediante tributi, o se necessario, esercitando il signoraggio che deriva dal monopolio di emissione della moneta legale. Ove venga meno la fiducia su tali capacità, anche i titoli sovrani potranno essere declassati a "spazzatura", come esperienze recenti drammaticamente evidenziano.

Quindi, nel caso di azioni e obbligazioni, il condizionamento esercitato dall'economia reale appare forte e i margini per un'evoluzione indipendente dei rendimenti e delle quotazioni finanziarie appaiono molto ridotti. Il rendimento di cui beneficiano coloro che hanno impiegato i propri risparmi nell'acquisto di questi titoli è fortemente condizionato dal rendimento che ottengono quei risparmi una volta impiegati, da chi ne viene in uso, nell'economia reale.

Negli ultimi decenni sono sorti e si sono sviluppati in modo abnorme altri strumenti finanziari che, in modo simile alle azioni e alle obbligazioni, traggono valore dalla promessa di pagamento di un soggetto debitore. Praticamente ogni forma di credito – mutui edilizi, debito su carte di credito, prestiti agli studenti ecc. – è stato trasformato in *coupons* attraverso i meccanismi della “cartolarizzazione”. L’inflazione dei titoli collateralizzati a crediti di dubbia solidità è stata notoriamente il fattore scatenante della crisi finanziaria del 2007-2008.

Questa superfetazione dei “CDOs” ecc., non può essere considerata solo il frutto di una ingegneria finanziaria capace di trasformare in titoli *tradeable* ammassi di piccole posizioni debitorie personali. L’offerta ha risposto infatti alle pressioni di una domanda crescente in cerca di investimenti sicuri. Negli Stati Uniti, in particolare,

la domanda di attività sicure iniziò a crescere al di sopra delle possibilità fisiologiche di offerta delle imprese statunitensi [...]. Le istituzioni finanziarie cominciarono a ricercare il modo di generare attività con rating tripla A da fonti precedentemente non sfruttate e più rischiose [...] strumenti simili furono creati dalla cartolarizzazione di ogni tipo di flusso di pagamento, dai prestiti per le auto a quelli per gli studenti (Caballero, 2009, p. 75).

La forza della domanda ha, alla fine, spinto a commercializzare titoli legati a promesse di pagamento sempre più dubbie. La dilatazione dei portafogli si è associata quindi a una parallela dilatazione dei debiti. E il legame tra economia finanziaria ed economia reale si è rotto. Inesorabilmente, il processo ha incontrato il suo *Minsky Moment*, con debitori insolventi e titolari di portafoglio che si sono trovati in mano carta straccia. Si è innescato così il doloroso percorso di una “deflazione del debito”, con l’immane corollario di processi recessivi nell’economia reale.

Queste evoluzioni possono essere interpretate come il fallimento del tentativo di creare, con la cartolarizzazione, ricchezza finanziaria indipendentemente dalla capacità dell’economia reale di generare redditi ai quali attingere per onorare le obbligazioni debitorie che si moltiplicano con la ricchezza finanziaria. Volendo usare una terminologia marxista, se l’economia reale non sarà in grado alla fine di generare un plusvalore capace di soddisfare tutti i diritti di appropriazione legalmente acquisiti dai capitalisti monetari, la conseguenza sarà l’interruzione della espansione dell’economia finanziaria.

b) Ricchezza reale, beni scarsi, immobili. Consideriamo ora altre forme di detenzione della ricchezza che si differenziano dalle precedenti per avere natura reale; il riferimento è, in particolare, alle materie prime e ad altri beni rifugio. L’investimento in queste attività è effettuato nella speranza

che i loro prezzi crescano in modo da incassare la differenza tra il prezzo di vendita e quello di acquisto. Se ciò avvenisse, questi beni potrebbero consentire rendimenti non condizionati dall'andamento della produzione reale e dalla corrispondente formazione dei redditi.

Gli aumenti di prezzo di cui si è detto saranno tanto più probabili quanto meno è possibile accrescere la produzione delle materie prime e dei beni corrispondenti. Infatti, se alla crescente domanda motivata dagli intenti speculativi prima ricordati, si rispondesse con una parallela espansione della produzione e dell'offerta, i prezzi non avrebbero motivo di crescere.

Dunque, solo le attività a offerta poco elastica, promettono aumenti di prezzo in grado di prolungarsi nel tempo e sembrano, pertanto, consentire rendimenti finanziari sganciati dall'economia reale. Gli episodi di collasso di "bolle" immobiliari (Giappone anni Novanta, USA, Spagna, Irlanda nella più recente esperienza) mostrano che la "scarsità" di molti beni reali è una caratteristica relativa e limitata nel tempo: il rigonfiamento dei prezzi di uno stock corrente stimola un flusso di offerta addizionale che può trasformare l'iniziale eccesso di domanda in un successivo eccesso di offerta, con un conseguente sgonfiamento della "bolla". Ciò vuol dire che i flussi di risparmio che si riversano su queste attività non possono sostenere indefinitamente la crescita dei loro valori.

Rimangono certo alcuni beni realmente scarsi, a elasticità di produzione e di sostituzione permanentemente bassa: "capolavori" unici, giacimenti di materie preziose e rare, e così via. In questo caso saremmo, però, di fronte alla classica appropriazione di rendite da scarsità. E la presenza di scarsità pone il problema che l'acquisizione di queste risorse a scopi speculativi, principalmente da parte di soggetti finanziari che dispongono di ampia disponibilità liquida, sottragga quelle risorse ad altri impieghi produttivi o dia origine a preoccupanti monopoli.

Problemi di questo tipo sorgono quando si cerca di accaparrarsi i diritti di sfruttamento di risorse naturali e minerarie o anche di terreni per usi agricoli. Pensiamo, ad esempio, alla politica perseguita dalla Cina, nell'accaparramento di fonti di offerta di "terre rare" strategiche, con preoccupanti implicazioni per posizioni monopolistiche acquisibili nel futuro.

In conclusione, i guadagni dall'acquisizione di beni reali scarsi possono persistere, anche in presenza di crisi dei principali settori produttivi, solo se, come sostenne Keynes, l'offerta di tali beni reagisce poco al prezzo e se non vi sono buoni beni surrogati verso i quali rivolgere la domanda. Se queste condizioni si verificano in un numero limitato di casi, sarà difficile che la detenzione della ricchezza in questo modo possa permettere ai rendimenti finanziari di essere persistentemente non

allineati a quelli dell'economia reale. Vi è, comunque, il rischio di un consolidamento delle rendite nelle mani di un ristretto club di grandi concentrazioni patrimoniali.

c) I “*derivati*”. I “derivati” rappresentano il fenomeno più inquietante della dilatazione quantitativa della finanza speculativa. La loro crescita esponenziale, favorita dall'assoluta mancanza di regolazione, ha fatto sì che i volumi ora in circolazione sfidino la nostra capacità di immaginazione (Dodd, 2005). Molto sinteticamente, i contratti “derivati” consistono in sottoscrizioni di promesse di dare/avere o comprare/vendere in base alle oscillazioni delle quotazioni di qualche attività “sottostante”: titoli, materie prime, valute estere, indici di borsa e così via. L'accensione di un contratto “derivato”, “appoggiato” su un *asset* primario, non implica, di norma, uno scambio effettivo di quest'ultimo, ma solo la contabilizzazione di lucri/perdite legati alle variazioni del suo prezzo. Una metafora può aiutare a illustrare un “derivato”: il giro d'affari attivato dalle scommesse sulle corse di cavalli supera di molto i costi e ricavi dell'industria “ippica”; tuttavia, le scommesse non potrebbero esistere se non vi fossero i cavalli e le corse: il collaterale è condizione necessaria per l'accensione di derivati.

La partecipazione al gioco dei derivati richiede competenze sofisticate, spesso disponibili solo a livello di gestori di fondi specializzati. I *market makers* che si pongono come controparti negli scambi e assicurano liquidità ai mercati compongono di fatto un oligopolio ristretto di banche d'affari, istituti assicurativi, e loro emanazioni. Fragilità e rischi di crisi sistemica sono pertanto amplificati dalla tendenza dei grandi operatori a entrare in scambi caratterizzati da volatilità e scarsa trasparenza dei valori effettivamente impegnati. Sono noti i casi di perdite ingenti subite da banche e altre istituzioni finanziarie per “scommesse” sbagliate di un solo suo *trader* o per una filiale andata fuori controllo.

Se un “collaterale” affonda per qualsiasi motivo, cade anche il valore del derivato a questo appoggiato (a meno che non si tratti di derivati che hanno “scommesso” sul *default* del collaterale). L'andamento del collaterale, spesso collegato all'economia reale, sembra condizionare anche l'andamento dei derivati.

Vi sono, però, due circostanze che conducono a conclusioni opposte: i derivati possono essere congegnati in modo tale da consentire guadagni anche in caso di deprezzamento del “sottostante”; i derivati richiedono un impegno di denaro inferiore a quello che occorrerebbe per una transazione diretta sugli attivi primari. Infatti, il denaro che viene concretamente “affondato” è solo quello richiesto come “margine” a fronte dei valori nominali implicati nelle operazioni. Entrambe queste circostanze permettono ai derivati di risentire molto poco delle evoluzioni dell'eco-

nomia reale e, al limite, di procedere indipendentemente da quanto avviene all'interno di quest'ultima.

Diversamente da Gallino (2011, pp. 185 ss.), non crediamo che si possa attribuire la natura di “quasi-moneta”, creata dall'ingegneria finanziaria, ai montanti nominali associati ai “derivati”. Questi ultimi sono più simili a promesse di accredito/addebito fra controparti specifiche che non possono avere la facilità di circolazione di una moneta. Ma se non sono ancora “moneta”, i derivati rappresentano la manifestazione estrema della “autonomia” della finanza, oramai impegnata in puri giochi di denaro. L'economia “reale” rimane, alla fine, la fornitrice delle *fiches* necessarie al gioco; ma al limite, gli *assets* di riferimento, rappresentativi di beni e investimenti reali, diventano solo le “caselle”, intorno a cui girano le puntate, i guadagni o le perdite di un “Monopoli” impazzito.

9. Conclusioni

In questo saggio abbiamo cercato di illustrare alcuni dei principali collegamenti che sussistono tra tre fenomeni distintivi del capitalismo contemporaneo: la crescente disuguaglianza, l'elevatissima finanziarizzazione dell'economia e la grave crisi economica di questi anni.

Siamo partiti dalla considerazione che il progresso tecnologico, rinforzato dalla globalizzazione, ha condotto a disuguaglianze crescenti nel mercato del lavoro e, più specificamente, alla polarizzazione tra una minoranza di privilegiati e una maggioranza di lavoratori in condizioni non troppo distanti da quelle della “classica” sussistenza.

Queste tendenze, indotte dal progresso tecnico, sono state rinforzate da processi di carattere finanziario collegati alla formazione e alla valorizzazione della ricchezza. Uno dei fattori più rilevanti sotto tale aspetto è certamente stato il diffondersi del primato dello *shareholders' value*, il quale impone che le imprese siano gestite in modo da assicurare la massima remunerazione a coloro che apportano il capitale finanziario, anche al prezzo di comprimere gli altri redditi.

La ricerca del massimo rendimento si è generalizzata a tutti gli investimenti finanziari e ha fatto sì che la “finanza” svolgesse principalmente un ruolo di gestione e valorizzazione della ricchezza dei ceti privilegiati, anche con operazioni altamente speculative. In tal modo è stata rovesciata la visione tradizionale della teoria economica, che concepisce la funzione finanziaria come mero servizio di intermediazione fra risparmio e investimento.

Tutto ciò ha contribuito ad aggravare le disuguaglianze nei redditi e ad approfondire la polarizzazione; in particolare, ha condotto alla formazione di *top incomes*, cioè di redditi elevatissimi appropriati da un segmento molto ristretto della popolazione.

Un'economia con queste caratteristiche va incontro a diversi problemi che possono, a lungo andare, ostacolarne il funzionamento e possono condurre a una crisi sia nella sfera finanziaria, sia in quella reale. Le forti disuguaglianze hanno, infatti, conseguenze che possono, in vario modo, ricadere su entrambe queste sfere. Rispetto alla finanza, il fenomeno più importante è la tendenza alla creazione di risparmi eccessivi, che deriva dal fatto che i ricchi e i molto ricchi consumano solo una piccola quota dei loro elevatissimi redditi. Questo imponente flusso di risparmi si trasforma in domanda di strumenti finanziari e, soprattutto, di strumenti finanziari ad alto rendimento. Le istituzioni finanziarie, cercando di soddisfare questa domanda, moltiplicheranno la quantità dei vecchi strumenti finanziari, e, soprattutto, ne creeranno di nuovi, facendo in modo che essi promettano rendimenti molto elevati, anche al prezzo di un rischio altrettanto elevato.

La moltiplicazione degli strumenti nei quali impiegare il risparmio implica la moltiplicazione dei debiti; infatti, ciò che il risparmiatore acquista è spesso una promessa di restituzione del debito da parte di chi viene in uso di quel risparmio. Per favorire il processo di moltiplicazione del debito, imprenditori e comuni cittadini, vengono, in vari modi, sollecitati a indebitarsi per accrescere i propri investimenti o consumi. Inoltre, nella sua ricerca di nuovi spazi la finanza, con l'appoggio dei sostenitori più intransigenti del mercato, tenterà di invadere territori precedentemente riservati all'azione pubblica; l'esempio più importante riguarda, probabilmente, le gestioni previdenziali.

Questo sviluppo dell'economia finanziaria può procedere anche indipendentemente da un parallelo sviluppo dell'economia reale. In realtà, quest'ultima può andare incontro a problemi proprio a causa di uno dei motori dello sviluppo finanziario e cioè la disuguaglianza che conduce a un eccesso di risparmi. Infatti, il formarsi di risparmi eccessivi equivale a una tendenziale contrazione della domanda di consumo che non sfocerà in una riduzione della produzione e del reddito solo se altre componenti della domanda svolgeranno un ruolo compensativo. Si è visto che, almeno negli anni recenti, tale ruolo non è stato svolto dagli investimenti e si è anche detto dei problemi che sorgono in relazione all'espansione dei consumi opulenti dei ricchi. Se si esclude, come oggi moltissimi fanno, la possibilità di espandere la spesa pubblica, resta soltanto la strada dell'aumento delle esportazioni.

Ma al di là di altre considerazioni, il limite di una soluzione di questo tipo risiede nel fatto che il mondo, considerato nel suo insieme, è un'economia chiusa; pertanto, al surplus nei conti con l'estero di un Paese deve corrispondere un equivalente deficit da parte di un altro paese (o di un insieme di paesi). La soluzione delle esportazioni non può valere per tut-

ti. In ogni caso, la disuguaglianza accresce il rischio che l'economia reale si fermi per insufficienza di domanda. In realtà, le dinamiche interne al mondo finanziario e quelle relative all'economia reale sono tali da rendere estremamente probabile il passaggio a una fase di crisi. In particolare, l'economia finanziaria non potrà continuare a crescere se anche l'economia reale non lo farà.

Nella sfera finanziaria, la crisi si innescherà quando inizieranno le difficoltà a onorare i debiti che, attraverso il complesso intreccio tra i vari strumenti finanziari, si diffonderanno e finiranno per interessare l'intero sistema finanziario. L'economia reale, già indebolita nella capacità di creare domanda, non resterà indenne. I risparmi, alla ricerca di impieghi sicuri, si sposteranno sulle materie prime; di conseguenza i prezzi di queste ultime aumenteranno e, quindi, anche i costi di produzione dei beni per i quali esse sono necessarie; il credito disponibile per gli impieghi produttivi si contrarrà; il valore delle attività si ridurrà anche per le imprese e il rischio di fallimento aumenterà e, infine, la domanda aggregata tenderà a cadere.

Siamo così arrivati alla narrazione stilizzata delle vicende dei nostri giorni: la crisi come esito dell'intreccio pericoloso tra polarizzazione e finanziarizzazione. Un intreccio che si caratterizza per la dislocazione dei rapporti di forza tra finanza e imprese produttive a cui corrisponde una situazione distributiva che ha allargato le distanze tra gli *have* e gli *have not*.

Joan Robinson (1956, 1962), nelle sue riflessioni sulla crescita economica, ha sostenuto che la disuguaglianza deve collocarsi all'interno di un intervallo per non compromettere la crescita economica. Infatti, se la distribuzione comprimesse troppo la quota dei profitti, si potrebbe avere uno "sciopero degli investimenti" e quindi un rallentamento della crescita, oltre che una diminuzione dell'occupazione. D'altro canto, se fossero i salari a venire compressi in modo eccessivo, si farebbe concreto il rischio del sottoconsumo e potrebbe risentirne la tenuta del contratto sociale oltre che, più in generale, del compromesso democratico che caratterizza i Paesi a capitalismo maturo. Una regolazione *finance-led*, non controbilanciata da azioni di *policy* capaci di imporre regole e limiti al *casino-game*, ha portato, secondo la nostra percezione, ad avvicinare in modo pericoloso questo limite. E oltre questo limite la crisi economica e sociale può assumere contorni inquietanti.

Riferimenti bibliografici

AUTOR D. H., KATZ L. F. (1999), *Changes in the Wage Structure and Earnings Inequality*, in O. Ashenfelter, D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, Elsevier, Amsterdam, pp. 1463-555.

- AUTOR D. H., KATZ L. F., KEARNEY M. (2008), *Trend in US Wage Inequality: Revising the Revisionists*, in “Review of Economics and Statistics”, 90, 2, pp. 300-23.
- AUTOR D., LEVY F., MURNAME R. (2003), *The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration*, in “The Quarterly Journal of Economics”, 118, 4, pp. 1279-333.
- BOYER F. R. (2000), *Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis*, in “Economy and Society”, 29, pp. 111-45.
- CABALLERO R. J. (2009), *L’“altro” squilibrio e la crisi finanziaria*, Lezione Paolo Baffi, Centro stampa Banca d’Italia, Roma.
- CROTTY J. R. (2005), *The Neoliberal Paradox: the Impact of Destructive Market Competition and Impatient Finance in the Neoliberal Era*, Research Briefs, Political Economy Research Institute, University of Massachussets, Amherst.
- DODD R. (2005), *Derivative Markets: Sources of Vulnerability in US Financial Markets*, in G. A. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, London, pp. 149-80.
- DORE R. (2000), *Stock Market Capitalism, Welfare Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford.
- DUSTMANN C., LUDSTECK J. E., SCHÖNBERG U. (2009), *Revisiting the German Wage Structure*, in “The Quarterly Journal of Economics”, 124, 2, pp. 843-81.
- EPSTEIN G. A. (ed.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, London.
- ERTURK I., FROUD J., JOHAL S., LEAVER A., WILLIAMS K. (2007), *Democratisation of Finance? Promises, Outcomes and Conditions*, in “Review of International Political Economy”, 14, 4, pp. 553-75.
- FIRPO S., FORTIN N., LEMIEUX T. (2011), *Occupational Tasks and Changes in the Wage Structure*, IZA Discussion Paper, n. 5.542.
- FROUD J., JOHAL C., WILLIAMS K. (2002), *Financialization and the Coupon Pool*, in “Capital and Class”, 26, pp. 119-51.
- GALLINO L. (2011), *Finanzcapitalismo. La civiltà del denaro in crisi*, Einaudi, Torino.
- GOOD M., MANNING A., SALOMONS A. (2009), *Job Polarization in Europe*, in “American Economic Review”, 99, 2, pp. 58-63.
- HEIN E. (2010), *Shareholder Value Orientation, Distribution and Growth – Short and Medium-run Effects in a Kaleckian Model*, in “Metroeconomica”, 61, pp. 302-32.
- HEIN E., VAN TREECK T. (2010), “*Financialisation*”, in *Post-keynesian Models of Growth: A Systematic Review*, in M. Setterfield (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Edward Elgar, Cheltenham (UK).
- KING J. E. (1997), *Underconsumption*, in G. Harcourt, P. A. Riach (eds.), *A Second Edition of the General Theory*, Routledge, New York.
- KRUGMAN P. (2009), *Il ritorno dell’economia della depressione*, Garzanti, Milano.
- ID. (2012), *Fuori da questa crisi, adesso!*, Garzanti, Milano.
- LAZONICK W., O’SULLIVAN M. (2000), *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, in “Economy and Society”, 29, pp. 13-35.

- MASSARI R., NATICCHIONI P., RAGUSA G. (2012), *Unconditional and Conditional Job Polarization in Europe*, IZA Working Paper, in corso di pubblicazione.
- MINSKY H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York.
- ID. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York.
- ORHANGAZI O. (2008), *Financialization and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the US Economy: 1973-2003*, in "Cambridge Journal of Economics", 32, pp. 863-86.
- PALLEY T. (2008), *Financialization: What is and Why It Matters*, in E. Hein, T. Niechoj, P. Spahn, A. Truger (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Metropolis, Marburg.
- PIKETTY T. (2011), *On the Long-run Evolution of Inheritance: France 1820-2050*, in "The Quarterly Journal of Economics", 61, 3, pp. 1071-131.
- PIKETTY T., SAEZ E. (2006), *The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspectives*, in "American Economic Review", 96, 2, pp. 200-5.
- ROBINSON J. V. (1956), *The Accumulation of Capital*, McMillan, London.
- ID. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, McMillan, London.
- SKOTT O., RYOO S. (2008), *Macroeconomic Implications of Financialisation*, in "Cambridge Journal of Economics", 32, pp. 827-62.
- STOCKHAMMER E. (2004), *Financialisation and the Slowdown of the Economy*, in "Cambridge Journal of Economics", 28, pp. 719-41.
- VAN TREECK T. (2009), *A Synthetic Stock-flow Consistent Macroeconomic Model of "Financialisation"*, in "Cambridge Journal of Economics", 33, pp. 467-93.