



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΜΣ “Οικονομική Επιστήμη” (MPhil in Economics)

Course: Η Πολιτική Οικονομία του Finance

The Political Economy of Finance

Νίκος Στραβελάκης με Νίκο Θεοχαράκη

Nikos Stravelakis with Nicholas J. Theocarakis

Χειμερινό εξάμηνο 2022-2023

Academic semester 2022-2023

Μάθημα 13^ο

Θεωρίες Χρηματιστικοποίησης (Μέρος Β)

Θεωρίες Ολοκλήρωσης της Μαρξιστικής Θεωρίας του Finance

Nikos Stravelakis

ΤΟΕ ΕΚΠΑ

Σκοπός και Περιεχόμενα

Στο πρώτο μέρος του σημερινού μαθήματος θα σταθούμε σε θεωρίες χρηματιστικοποίησης (Fine και Lapavistas).

Είναι θεωρίες που επιχειρηματολογούν, από διαφορετικές οπτικές γωνίες ότι η χρηματιστικοποίηση είναι ένα νέο στάδιο του καπιταλισμού και όχι μια φάση του «Μονοπωλιακού Καπιταλισμού» όπως επιχειρηματολογεί η ομάδα του «Monthly Review».

Όπως και την προηγούμενη φορά θα προσπαθήσουμε να δούμε την ιστορική διάσταση των διαφόρων θεωριών. Εδώ βασική επίδραση έχουν 1) η συνεισφορά της Susanne de Brunhoff στη μαρξιστική θεωρία του χρήματος και 2) «η εργασιακή θεωρία του χρηματικού ισοδυνάμου» - Money Equivalent Labor Theory of Value (MELT).

Η αναφορά μας θα κλείσει στο επόμενο μάθημα με την αναφορά σε θεωρίες χρηματιστικοποίησης που πηγάζουν από το Κευνσιανό - Μετα Κευνσιανό στρατόπεδο και συνδέονται με την εργασία των Erstein και Palley.

Βασικό πρόβλημα όλων των θεωριών χρηματιστικοποίησης είναι ότι δεν συνοδεύονται από μια θεωρία αποτίμησης κεφαλαιακών τίτλων. Αυτό δεν είναι απλά μια έλλειψη της θεωρίας είναι συστατικό στοιχείο του επιχειρήματος γιατί δικαιολογεί την αυτονόμηση του χρηματοπιστωτικού τομέα που βρίσκεται στη βάση των περισσότερων εκδοχών αυτής της ιδέας.

Έτσι φτάνουμε στις θεωρίες ολοκλήρωσης της Κλασικής/ Μαρξιστικής θεωρίας του Finance που συνδέονται με τις εργασίες του Carlo Panico και κυρίως του Anwar Shaikh.

Στο σημερινό μάθημα θα δούμε τα βασικά σημεία της αποτίμησης των μετοχών και των προσδοκιών και στο επόμενο τη θεωρία του επιτοκίου και πιθανές θεωρητικές προεκτάσεις/ παρεκκλίσεις.

Susanne de Brunhoff – Marx on Money

Η δεκαετία του 1960 ήταν μια περίοδος σημαντικών διεργασιών στα μαρξιστικά και ετερόδοξα οικονομικά και στις κοινωνικές επιστήμες γενικότερα. Οι φοιτητές οικονομικών ανακάλυψαν τη Moszkowska, κυκλοφόρησαν το “Production of Commodities by Means of Commodities”, το “Monopoly Capital”, το the “Making of Marx’s Capital” και ολόκληρη η δεκαετία σημαδεύτηκε από το «Capital Controversy». Το σύνολο αυτών των διεργασιών μαζί με σειρά πολιτικών εξελίξεων και γεγονότων στο μεταπολεμικό σκηνικό διαμόρφωσαν το ρεύμα του Δυτικού Μαρξισμού που δεν περιορίζεται βέβαια στις προηγούμενες αναφορές.

Βασικό στοιχείο των θεωρητικών αναζητήσεων ήταν η θεωρία του χρήματος όπου αίσθηση προκάλεσε το βιβλίο της Susanne de Brunhoff “Marx on Money” (αρχική έκδοση 1973). Το βιβλίο ανέδειξε σειρά από ζητήματα της Μαρξιστικής θεωρίας του χρήματος που έχουμε συζητήσει εδώ αλλά και άλλα θέματα. Το κυριότερο είναι ότι έδειξε ότι οι τρεις τόμοι του Κεφαλαίου είναι ένα συνεκτικό σύνολο όπου η ενδογενής θεωρία του χρήματος θεμελιώνει τη εσωτερική συνέπεια των «σχημάτων αναπαραγωγής» στο επίπεδο αφαίρεσης που αυτά παρουσιάζονται.

Δεν σταματά όμως εκεί προσπαθεί να συμπληρώσει τα κενά που αφήνει το τμήμα V του τρίτου τόμου του κεφαλαίου με μια θεωρία του Credit και του επιτοκίου. Αναφορικά με το επιτόκιο δεν κάνει κάποια ιδιαίτερη αναφορά παρά επαναλαμβάνει τα αποσπάσματα από το Marx που συντείνουν σε ένα σχετικά απροσδιόριστο νομισματικό επιτόκιο που προσδιορίζεται από τις εκάστοτε συνθήκες ανταγωνισμού ανάμεσα σε δανειστές και δανειολήπτες. Δεν περιλαμβάνει όμως στον ανταγωνισμό τις τράπεζες σαν καπιταλιστικούς οργανισμούς και δεν συζητά την εξίσωση των αποδόσεών τους με τις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Αντίθετα, περιορίζεται στην παρατήρηση ότι οι καπιταλιστές διασπώνται σε χρηματικούς και βιομηχανικούς καπιταλιστές.

Με την υποβάθμιση της λειτουργίας των τραπεζών ως καπιταλιστικών επιχειρήσεων η De Brunhoff τοποθετεί την έμφασή της στη λειτουργία των τραπεζών ως χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων και δημιουργών χρήματος.

Τη «δημιουργία χρήματος» τη θεωρεί αποτέλεσμα της μεγέθυνσης του «πλασματικού κεφαλαίου».

Συνολικά, θεωρεί ότι το σημαντικό στοιχείο της λειτουργίας των τραπεζών στο καπιταλισμό είναι η ανάπτυξη των «κυκλωμάτων» (circuits) της πίστης και του χρήματος που επειδή δεν περιορίζονται από κάποιο σύστημα τιμών αποκτούν μια μεγάλη έως και απόλυτη αυτονομία.

The examination of the financial cycle, which completes that of structures of capitalist financing, includes a number of comments on this point which I shall outline before discussing them in detail.
a) Entirely external to itself, a simple combination of financial circuits adapted to the financing of capitalist reproduction, and at the same time entirely self-contained in the sense that it has its beginning and end in the special movement of the credit system: b) although the general crisis is not a monetary phenomenon, the financial crisis plays a role in the business cycle as a whole. But its effect is mainly of a financial nature; in temporarily making the credit system inoperative, it reconstitutes the system's monetary basis and enables it to serve again in the financing of capitalist reproduction: c) monetary policy has meaning precisely because of the double character of the business cycle and the financial crisis. If the financial system were only functional and confined to the financing of the economy, it would only be possible to take action on financial crises by a transformation of the form of production. If it were purely self contained, monetary policy would have no economic significance.

Το εστιασμένο απόσπασμα (κόκκινο χρώμα) είναι η απαρχή της κατηγορίας θεωριών χρηματιστικοποίησης που θα εξετάσουμε στη συνέχεια ξεκινώντας από τη θέση που παίρνουν για τον προσδιορισμό του επιτοκίου.

Fine και Lapavitsas για το Επιτόκιο

Στο πλαίσιο αυτών των θεωριών θα συζητήσουμε τη συνεισφορά των Ben Fine και Κώστα Λαπαβίτσα. Παρόλο που οι απόψεις τους είναι διαφορετικές και σε κάποιες περιπτώσεις αντίπαλες αμφότεροι επηρεάστηκαν από τη λογική των «κυκλωμάτων» της De Brunhoff.

Αρχικά προσπάθησαν να καλύψουν το κενό που άφηνε το βιβλίο της De Brunhoff στη θεωρία και το προσδιορισμό του επιτοκίου.

Τον Ben Fine τον απασχόλησε το ερώτημα της εξίσωσης των αποδόσεων ανάμεσα στον χρηματοπιστωτικό και τον εταιρικό τομέα της οικονομίας. Μάλιστα έφερε το ζήτημα στην επιφάνεια σε σχέση με την ρητή δήλωση του Marx ότι οι αποδόσεις του «χρηματεμπορικού» (Money Dealing Capital) και του βιομηχανικού κεφαλαίου εξισώνονται.

Το βασικό του άρθρο Fine (1985-6) επιχειρηματολογεί ότι αντίθετα από το χρηματεμπορικό οι αποδόσεις του «τοκοφόρου κεφαλαίου» (Interest Bearing Capital) δεν εξισώνονται με εκείνες του εταιρικού τομέα όπως φαίνεται στο ακόλουθο απόσπασμα:

It would be quite exceptionable for the rate of interest to be ... represented by a normal rate of profit on capital advanced. For this would require that competition within the fraction of IBC be as intense as across the sectors of industrial capital. ...This is not to deny the tendency towards uniformity in rates of interest... [T]he uniformity of the 'commodity' [i.e., loanable capital-NS] involved, in contrast to the dull movement by which the rate of profit is equalized across sectors ... reflects a structural separation between the two fractions [Industrial and Interest-Bearing Capital, NS] and limits the mobility between them. (Fine 1985-86: 399-400)

Το επιχείρημα είναι ότι το ομογενές «εμπόρευμα» που «πουλούν» οι τράπεζες (χρήμα) σε αντιπαράθεση με τα διαφοροποιημένα εμπορεύματα που πωλούν οι επιχειρηματικοί κλάδοι δημιουργεί έναν δομικό διαχωρισμό ανάμεσα στο βιομηχανικό και το τοκοφόρο κεφάλαιο. Αυτό συνεπάγεται τη περιορισμένη κινητικότητα του κεφαλαίου ανάμεσα στους δύο τομείς και έτσι την απόκλιση των αποδόσεων ανάμεσα στις δύο κατηγορίες κεφαλαίου.

Το προφανές σημείο κριτικής σε αυτή την άποψη είναι ότι υπαινίσσεται ότι αν η κινητικότητα του κεφαλαίου ήταν απεριόριστη αυτό θα σήμαινε την εξίσωση του επιτοκίου με κάποιο «normal rate of profit”.

Το σημείο αυτό το αναδεικνύει και ο Λαπαβίτσας σε ένα άρθρο γραμμένο 12 χρόνια αργότερα (1997)

“Harris (1981) and Fine (1985--86) suggest that a systematic difference between the rate of interest and the rate of profit might arise from the existence of barriers between financial and industrial capitalists, treated as fractions of the capitalist class.” (1997: 105)

Το άρθρο αυτό του Λαπαβίτσα είναι και η βασική του συνεισφορά στο θέμα του προσδιορισμού του επιτοκίου όπου συμφωνεί με το συμπέρασμα του Fine (περί μη εξίσωσης) αλλά για διαφορετικούς λόγους.

“the structurally different location of industrial and interest-bearing capital relative to the circuit of the total social capital’ (Lapavitsas 1997: 105)

Η πρώτη παρατήρηση που μπορεί να γίνει σε αυτό το σημείο είναι ότι ο δομικός διαχωρισμός ανάμεσα στο βιομηχανικό και χρηματικό κεφάλαιο δεν έχει να κάνει με την συστηματική απόκλιση των αποδόσεών τους τουλάχιστον στο Marx.

Ο Marx γράφει χαρακτηριστικά για το χρηματεμπορικό κεφάλαιο: **‘A definite part of the total capital [that] dissociates itself from the rest and stands apart in the form of money-capital...’ (Marx 1894: 216).** Αυτό όμως δεν τον εμποδίζει να ισχυριστεί ότι οι αποδόσεις του χρηματεμπορικού κεφαλαίου εξισώνονται με εκείνες του βιομηχανικού κεφαλαίου.

Η λογική ότι το «τοκοφόρο κεφάλαιο αυτονομείται από τη διαδικασία της κεφαλαιακής συσσώρευσης παρόλο που ξεκινά από αυτή και καταλήγει σ αυτή, όπως επιχειρηματολογεί ο Λαπαβίτσας είναι ιδιαίτερα προβληματική. Το ότι οι τράπεζες μπορεί να εμπλακούν π.χ. σε κερδοσκοπικές δραστηριότητες δεν συνεπάγεται ότι οι αποδόσεις τους δεν τείνουν να εξισωθούν μέσω του ανταγωνισμού.

Παρόλα αυτά επαναλαμβάνει την ίδια θέση σε μεταγενέστερη εργασία. Στο βιβλίο του με το Makoto Itoh (1999) αναφέρουν ότι η το επιτόκιο δεν ακολουθεί κανένα νόμο γιατί το κεφάλαιο διαμορφώνει τόσο τη προσφορά όσο και τη ζήτηση δανείων (Shaikh 2016 σελ. 477)

Γράφουν χαρακτηριστικά:

Approaching the nature of interest-bearing capital in this manner [να μη λαμβάνει μέρος στη διαμόρφωση του μέσου ποσοστού κέρδους - $\bar{N}\Sigma$], rather than in terms of the relation between 'monied' and 'functioning' capitalists, makes it easier to assess Marx's claim that the average rate of profit is normally higher than the average rate of interest, and usually forms its upper limit (though in certain phases of the capitalist business cycle this might not hold) (ibid., p. 482). This characteristic position of Marxist economics is in complete contrast to neoclassicism (and Keynesianism), which essentially postulates the tendency of the rate of profit and the rate of interest to move towards equality. **For Marxist economics, the inequality of the two rates reflects the structural difference between a capital integral to the circuit and a capital that appears from the outside and subsequently exits the circuit.**

Χρηματιστικοποίηση στους Fine, Lapavitsa

Στην ουσία οι Fine και Λαπαβίτσας επιχειρηματολογούν με διαφορετική επιχειρηματολογία ότι το επιτόκιο είναι απροσδιόριστο.

Σε αυτή τη λογική ο Fine επιχειρηματολογεί για περιορισμούς στον ανταγωνισμό (κινητικότητα κεφαλαίου) και ο Λαπαβίτσας στο ότι οι καπιταλιστές κανονίζουν τόσο τη προσφορά όσο και τη ζήτηση δανείων.

Η θέση έχει δύο σημαντικά προβλήματα: **1) θεωρεί ότι σε απουσία αυτών των παραγόντων το επιτόκιο θα ήταν ίσιο με το ποσοστό κέρδους, 2) ότι ο ανταγωνισμός των καπιταλιστών αφορά δύο «τμήματα» της αστικής τάξης του χρηματικού και βιομηχανικού καπιταλιστές.**

Αμφότερες οι θέσεις είναι άκρως προβληματικές διότι 1) Θεωρούν το επιτόκιο συντελεστή απόδοσης και όχι τιμή ή royalty, 2) αναλύουν τα δάνεια και τη πίστη με βάση το «capital in general» και όχι τον ανταγωνισμό (competition) ενώ ξέρουμε από το Rosdolsky ότι μιλάμε για “real capitals-capitals in concrete reality” (Rosdolsky 1977: 41).

Η αφαίρεση από ένα σύστημα τιμών που βασίζεται στην εξίσωση των αποδόσεων επιχειρήσεων και τραπεζών είναι βασική για τη θεωρία της «χρηματιστικοποίησης» αφού έτσι η αυτόνομη αύξηση του όγκου του Finance μπορεί να επιφέρει ποιοτικές αλλαγές στο ίδιο το σύστημα.

Ας δούμε πώς γίνεται αυτό στην επιχειρηματολογία των Fine και Λαπαβίτσα.

Ο Ben Fine (2013) είναι ξεκάθαρος στη σύνοψη του άρθρου του:

Within the framework of Marxist political economy, financialization is understood through the prisms of logical, theoretical, and historical perspectives. It is defined in terms of the increasing presence of interest-bearing capital, as distinct from credit as such, the role this plays in real as opposed to fictitious accumulation of capital, and how this has underpinned the period of neoliberalism, including the global crisis. Financialization is seen as the expansion of interest-bearing capital in intensive and extensive forms. The first is notable in terms of the growth and proliferation of financial assets themselves with increasingly distant attachments to production and exchange of commodities themselves, and the second involves the extension of interest-bearing capital to new areas of economic and social life in hybrid forms with other types of capital. An appendix draws out the differences between the approach taken herein and the approach on financialization taken by Costas Lapavistas.

Το άρθρο αναφέρεται σε σειρά θεμάτων κάνοντας ως συνήθως ενδιαφέρουσες παρατηρήσεις (κάτι συνηθισμένο για κείμενο του Ben Fine) η καρδιά του επιχειρήματος συνοψίζεται στο ακόλουθο απόσπασμα

«For this reason, Marx termed this independent circulation of IBC in paper form as fictitious capital, not because it does not exist or has been made up, but because it is distinct from the circulation or performance of the capital it represents.»

Αυτή η τάση κορυφώθηκε, κατά τον Fine, την εποχή του νεοφιλελευθερισμού όπου το πλασματικό κεφάλαιο κυκλοφορεί ανεξάρτητα από την **απόδοση του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει.**

Όμως γιατί συμβαίνει αυτό; Γιατί οι χρηματοπιστωτικές αγορές τιμολογούν αυτόνομα αφού οι αποδόσεις τους δεν εξισώνονται με αυτές του πραγματικού τομέα. Με αυτή τη λογική τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων (κατηγορία πλασματικού κεφαλαίου) αλλά και ο όγκος τους δεν εξαρτώνται από το επίπεδο των τιμών και την κατάσταση της οικονομίας.

Έτσι μια αυτοτελής διόγκωσή τους μπορεί ανά πάσα στιγμή να μας οδηγήσει στην πυροδότηση μιας γενικευμένης κρίσης αν ο όγκος τους είναι αρκετά μεγάλος ώστε να ταρακουνήσει την ροή των πιστώσεων προς τις παραγωγικές δραστηριότητες.

Η αιτία των κρίσεων λοιπόν βρίσκεται στην ιδέα **«that the dynamics of accumulation of fictitious and real capital have the potential to diverge from one another».**

Μια ιδέα που μπορεί να συσχετιστεί με την άποψη του Minsky που είδαμε σε προηγούμενο μάθημα αλλά και την άποψη ότι μη παραγωγικές δραστηριότητες απορροφούν μεγάλο μέρος των πόρων.

Η άποψη Λαπαβίτσα είναι διαφορετική αλλά έχει την ίδια αφετηρία

Γράφει για την κρίση (Lapavitsas 2009) “[it] did not emerge because of over-accumulation of capital (...). Rather, this is an unusual crisis related to workers’ income, borrowing and consumption as well as to the transformation of finance in recent decades.”

Η λογική του επιχειρήματος είναι ότι τα χαμηλά επιτόκια της περιόδου του νεοφιλελευθερισμού οδήγησαν τις τράπεζες στο να κάνουν κέρδη μέσα από μεταβιβάσεις αξίας ανάμεσα στο κύκλωμα του εισοδήματος και το κύκλωμα του κεφαλαίου. Βασικός τρόπος ήταν η εργατική κατοικία. Παράλληλα οι τράπεζες συνέδεσαν τον καταναλωτικό δανεισμό με την τιτλοποίηση των απαιτήσεων. Έτσι προέκυψαν τα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης και οι σχετικοί τίτλοι. Αυτό επέτρεψε την αναχρηματοδότηση των τραπεζών μέσα από την πώληση των τίτλων και την επέκταση του δανεισμού σε αυτή την κατηγορία δανείων.

Όταν οι μισθοί των εργαζομένων έπαψαν να επαρκούν για την εξυπηρέτηση των δανείων τα δάνεια καταγγέλθηκαν οι «ομολογιακή τίτλοι» κατέρρευσαν και ήρθε η κρίση.

Στο Λαπαβίτσα η χρηματιστικοποίηση είναι ένα στάδιο του καπιταλισμού όπου το κέρδος από την αποξένωση (profit upon alienation) υπερिशύει πάνω στο κέρδος από την παραγωγή. Αντίθετα στο Fine είναι το αποτέλεσμα της διόγκωσης μη παραγωγικών δραστηριοτήτων και συνακόλουθα του πλασματικού κεφαλαίου.

Η συμβολή Shaikh και Panico

Αντίθετα με τις θεωρίες χρηματιστικοποίησης των Fine και Λαπαβίτσα ο Shaikh ξεκινά με στόχο να προσδιορίσει το επιτόκιο και τις τιμές των χρηματοπιστωτικών τίτλων γενικότερα.

Ο βασικός λόγος είναι ότι ακολουθεί τη θεωρία της πτωτικής τάσης του ποσοστού κέρδους όπως διατυπώθηκε από το Grossman και είδαμε ακροθιγώς στο προηγούμενο μάθημα. Σε αυτό το αναλυτικό πλαίσιο το finance είναι μηχανισμός πυροδότησης μεγάλων καπιταλιστικών κρίσεων αντί για την αιτία πιθανών κρίσεων όπως στις θεωρίες χρηματιστικοποίησης.

Η αποτίμηση χρηματοπιστωτικών τίτλων είναι συστατικό μέρος του όλου επιχειρήματος για τον Shaikh. Διαφορετικά η θεωρία των κρίσεων είναι ένα αναλυτικό σχήμα χωρίς πρακτική αξία και εφαρμογή.

Το επιχείρημα είναι συμπληρωματικό στις σημειώσεις του Marx για το χρήμα και το επιτόκιο στον 3^ο τόμο του κεφαλαίου αφού οι Shaikh και Panico αναγνωρίζουν το επιχείρημα της De Brunhoff ότι η συγκεκριμένη πλευρά της θεωρίας είναι ημιτελής.

Η τομή αυτής της άποψης είναι ότι αποδέχεται τη θέση του Rosdolsky ότι η πίστη και ο δανεισμός αφορούν τον ανταγωνισμό ατομικών κεφαλαίων και όχι την αντιπαράθεση κοινωνικών τάξεων ή υποκατηγοριών κοινωνικών τάξεων.

Θα ξεκινήσουμε λοιπόν με τη θεωρία του ανταγωνισμού.

Για τα διαφορετικά κλαδικά βιομηχανικά ποσοστά κέρδους, η θεωρία υποθέτει ότι η τιμή του πιο αποτελεσματικού παραγωγού γίνεται η τιμή του κλάδου.

Αυτό δεν προκαλεί έκπληξη, δεδομένου ότι ο πιο αποτελεσματικός παραγωγός αναμένεται να μειώσει τις τιμές για να διεισδύσει στο μερίδιο αγοράς των ανταγωνιστών του. Οι άλλες εταιρείες του κλάδου είτε θα ακολουθήσουν είτε θα σβήσουν.

Για το λόγο αυτό, το πιο αποδοτικό κεφάλαιο αναφέρεται ως «ρυθμιστικό κεφάλαιο» και η τιμή πώλησής του ως «ρυθμιστική τιμή».

Στη συνέχεια, το νέο «ρυθμιστικό ποσοστό κέρδους» διαχέεται σε ολόκληρη την οικονομία μέσω της κινητικότητας του κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, οι επενδύσεις θα επιταχυνθούν προς τις βιομηχανίες με υψηλότερα (ρυθμιστικά) ποσοστά κέρδους.

Ως αποτέλεσμα, η παραγωγική δυναμικότητά τους θα αυξηθεί και το ποσοστό κέρδους τους θα μειωθεί προς το νέο μέσο ρυθμιστικό ποσοστό κέρδους.

Ωστόσο, η όλη διαδικασία είναι μια διαδικασία σύγκρουσης όπου οι αποδόσεις τείνουν να διαφοροποιούνται μέσω του ανταγωνισμού στον ίδιο κλάδο και να εξισώνονται μέσω του ανταγωνισμού μεταξύ των βιομηχανιών.

Με άλλα λόγια, οι νέες «τιμές παραγωγής» είναι ένα κέντρο βάρους γύρω από το οποίο οι πραγματικές τιμές της αγοράς (δια)κυμαίνονται συνεχώς.

Το επιχείρημα του Shaikh είναι ότι αυτή η θεωρία μπορεί να επεκταθεί και στον ανταγωνισμό ανάμεσα στα βιομηχανικά και τραπεζικά κεφάλαια.

Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μια γενική τάση εξίσωσης ανάμεσα στις αποδόσεις των τραπεζικών και βιομηχανικών κεφαλαίων.

Το πρώτο ερώτημα που τίθεται είναι γύρω από ποιο μέγεθος θα γίνει αυτή η εξίσωση των αποδόσεων.

Όπως ανέφερα προηγουμένως η εξίσωση των αποδόσεων είναι το αποτέλεσμα της κινητικότητας του κεφαλαίου. Στην κλασική πολιτική οικονομία το μέγεθος που καθορίζει την κινητικότητα του κεφαλαίου είναι το ποσοστό κέρδους στις νέες επενδύσεις.

Η προσέγγιση που μέσου οριακού ποσοστού κέρδους που χρησιμοποιούμε είναι όπως έχουμε πει πολλές φορές ο λόγος της μεταβολής των κερδών προς τις επενδύσεις ($\Delta P/I$) που ακολουθεί με πολύ υψηλά ποσοστά συσχέτισης της μεταβολή (την τάση) του ποσοστού κέρδους.

Η λογική του επιχειρήματος είναι αρκετά απλή αν κάποιος θέλει να βάλει τα λεφτά του στην Apple π.χ. δεν θα το κάνει για τους υπολογιστές Mac που κυκλοφορούσαν πριν από δύο δεκαετίες όταν η εταιρεία κινδύνευε να κλείσει αλλά για την απόδοση ή την προσδοκώμενη απόδοση των iPhone που έφεραν την εταιρεία να έχει 98 δις ευρώ καταθέσεις (ρευστά διαθέσιμα).

Θα ξεκινήσω την παρουσίαση αυτής της άποψης λίγο ανάποδα. Δηλαδή, από τις μετοχές. Μια κατηγορία τίτλων που αφορά πραγματικό κεφάλαιο.

Η Apple λοιπόν έχει και μετοχές και όταν η απόδοση των μετοχών είναι υψηλότερη από το οριακό ποσοστό κέρδους οι επενδυτές θα πουλήσουν μετοχές και στην αντίθετη περίπτωση θα αγοράσουν περιορίζοντας ίσως κάποιες από τις υπόλοιπες δραστηριότητές τους.

Βέβαια αυτή δεν είναι μια μηχανική διαδικασία γιατί στην αγορά δεν παίζουν μόνο τα απολογιστικά μεγέθη παίζουν και τα προσδοκώμενα μεγέθη.

Η θεωρία των προσδοκιών που ταιριάζει με αυτό το θεωρητικό σχήμα είναι η «θεωρία της αντανακλαστικότητας» που γνωστού επενδυτή και κερδοσκόπου George Soros.

Ο λόγος είναι ότι βασίζεται στην υπόθεση ότι η διαφοροποίηση του μέσου από το οριακό ποσοστό κέρδους πυροδοτεί την κινητικότητα του κεφαλαίου. Όμως η κινητικότητα του κεφαλαίου καθιστά τις προσδοκίες για ένα διάστημα αυτοεκπληρούμενη προφητεία.

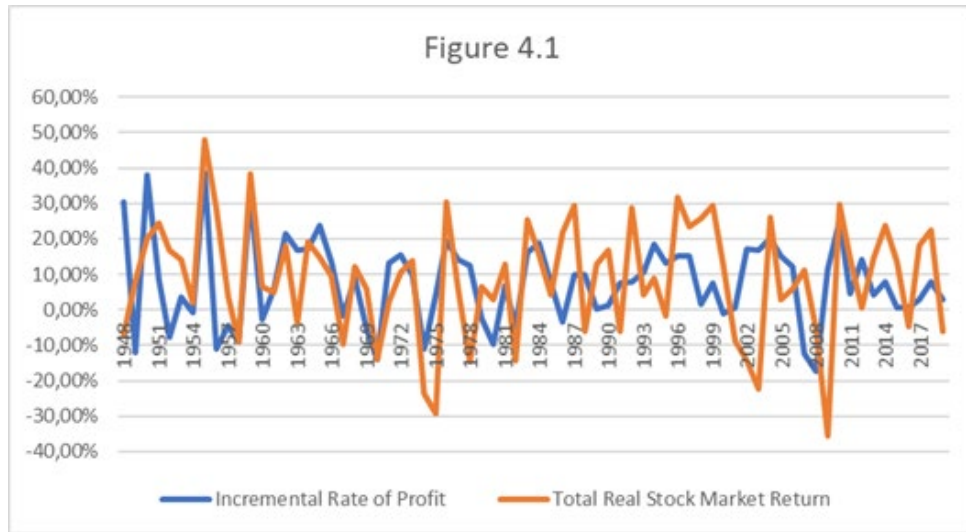
Με άλλα λόγια οι προσδοκίες επηρεάζουν τα θεμελιώδη μεγέθη.

Το παράδειγμα που φέρνει έχει να κάνει με μια εταιρεία που λανσάρει π.χ. ένα νέο προϊόν. Η εταιρεία ανακοινώνει ότι η επένδυση και θα φέρει αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή π.χ. 20%.

Η εταιρεία προχωράει σε αύξηση κεφαλαίου για να χρηματοδοτήσει την επένδυση η όποια για το παράδειγμα καλύπτεται.

Στη συνέχεια εξοφλεί με το προϊόν της αύξησης τον τραπεζικό της δανεισμό και αρχίζει να χρηματοδοτεί το project σταδιακά με τις γραμμές που έχει απελευθερώσει.

Έτσι πριν ακόμα κυκλοφορήσει το νέο προϊόν τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνουν και μαζί και η τιμή της μετοχής. Αν με τη ολοκλήρωση της επένδυσης η αύξηση των κερδών συνεχίσει να αυξάνεται λόγω της κυκλοφορίας του προϊόντος η τιμή θα συνεχίσει να αυξάνει διαφορετικά τα fundamentals θα μειωθούν και η τιμή της μετοχής θα διορθώσει προς τα κάτω.



	IROP	Total Return S&P500
Average	7.77%	8.46%
Standard deviation	11.90%	16.11%
Coefficient of Variation	1.53	1.90

Με αυτή τη προσέγγιση των προσδοκιών το οριακό ποσοστό κέρδους διαμορφώνει το κέντρο βάρους των διακυμάνσεων των τιμών των μετοχών σε αναλογία με τις τιμές παραγωγού που είναι το κέντρο βάρους των τιμών αγοράς.

Στη συνέχεια θα δούμε εξετάσουμε την εμπειρική συμπεριφορά αυτής της υπόθεσης με στοιχεία του S&P 500.

Το σχήμα στα αριστερά συγκρίνει την απόδοση του S&P 500 (μπλε γραμμή) με το «οριακό ποσοστό κέρδους» πορτοκαλί γραμμή. Παρόλο που τα δύο μεγέθη κινούνται πολύ κοντά το ένα με το άλλο η σχέση τους δεν είναι γραμμική και για το λόγο αυτό ο «συντελεστής Pearson» λαμβάνει χαμηλή τιμή. Όμως από τον πίνακα βλέπουμε ότι τα δύο μεγέθη έχουν την ίδια μέση τιμή και την ίδια διακύμανση.

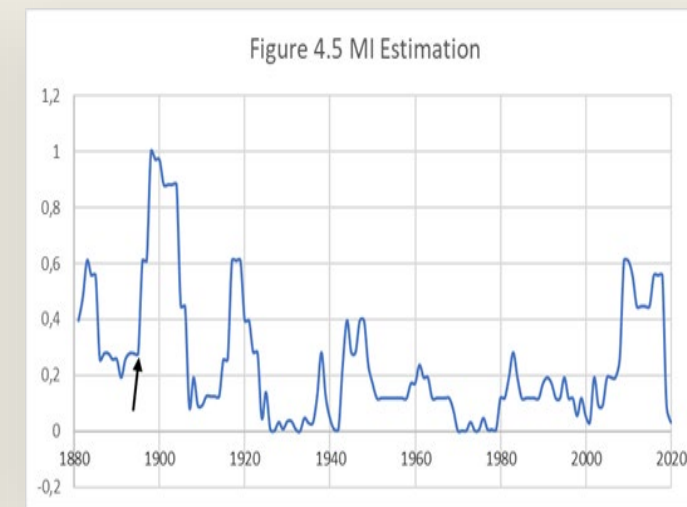
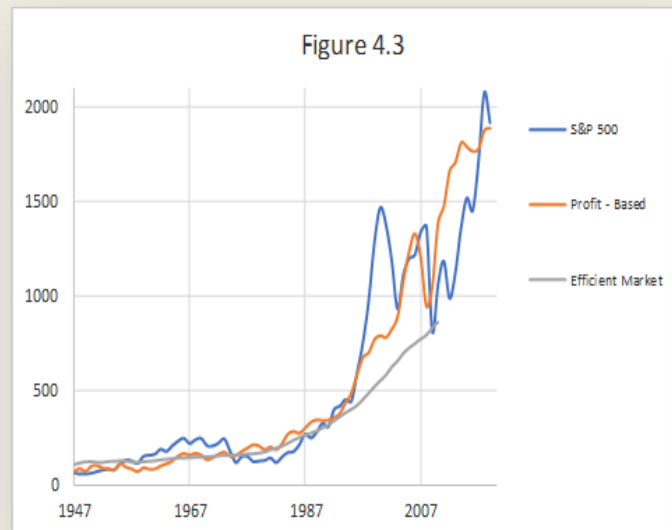
Το πρώτο γράφημα (figure 4.3) συγκρίνει τις τιμές του S&P 500 (μπλε γραμμή) με τις συστημικές τιμές που προκύπτουν από την εξίσωση 4.1. (πορτοκαλί γραμμή) από το 1947 έως το 2019

Παρόλο που οι συστημικές τιμές προκύπτουν από προσομοίωση των τιμών της προηγούμενης περιόδου με το οριακό ποσοστό κέρδους η συσχέτισή τους R^2 με τις πραγματικές τιμές είναι πάνω από 80%. Πολύ υψηλότερη από όλα τα πρόσφατα εμπειρικά υποδείγματα της ορθόδοξης θεωρίας.

Το δεύτερο σχήμα στα δεξιά υπολογίζει ένα συντελεστή της θεωρίας της «μεταβατικής εντροπίας» (transfer entropy ή Shannon entropy). Το δείκτη Mutual Information.

Τα μεγέθη που συσχετίζονται είναι η απόδοση του S&P 500 και το ρυθμό μεγέθυνσης των Κερδών ανά Μετοχή (EPS) 1881-2019. Ο εμπειρικός υπολογισμός «πιάνει» όλα τα μεγάλα χρηματιστηριακά κραχ και τις μεγάλες καπιταλιστικές κρίσεις του 19^{ου} και 20^{ου} αιώνα. Συνδυάζονται με περιόδους που οι αποδόσεις αποκλίνουν από τα θεμελιώδη μεγέθη. (η τιμή του δείκτη είναι πολύ χαμηλή).

Τη μόνη κρίση που δεν «πιάνει» είναι εκείνη του 2008 όταν οι τιμές του S&P κατέρρευσαν λίγο μετά την κατάρρευση των κερδών ανά μετοχή. Με άλλο λόγια η τιμή του Mutual Information παρέμεινε υψηλή σε αυτή την περίπτωση



Probability Table 1872-1881				
		S&P		
		Incr.	Dec.	10
EPS	Incr.	0.50	0.00	0.50
	Dec.	0.20	0.30	0.50
		0.70	0.30	
H S&P	H EPS	I(S&P, EPS)	H(S&P, EPS)	MI (S&P, EPS)2
-0.3602	-0.5	0.257287	-0.5	
-0.52109	-0.5	0	0	
0.881291	1	-0.16147	-0.46439	
		0.3	-0.52109	
MI		0.395816	1.485475	0.395815602

$$4.1 P_{rt}^w = P_{rt-1}^w \cdot [1 + rror_t] - Div_t$$

Ορισμένα στοιχεία για το data

Στον πίνακα στα δεξιά υπολογίζεται το οριακό ποσοστό κέρδους με στοιχεία από τους Εθνικούς λογαριασμούς των ΗΠΑ.

Στο Step 1 αποπληθωρίζονται οι μικτές επενδύσεις. Στο Step 2 γίνεται ο υπολογισμός των μικτών επιχειρηματικών κερδών ώστε να υπολογιστεί το οριακό ποσοστό κέρδους . (προτελευταία και τελευταία γραμμή)

Για όλα τα δεδομένα και τα εμπειρικά μοντέλα θα βρείτε κείμενα στη βιβλιογραφία και excell με τα στοιχεία.

Step1 Implicit Price Deflator Gross Investment			
	1947	1948	1949
FA T.6.7 line 2	17.30	19.50	17.80
FA T.6.8 line 2	4.96	5.14	4.58
(IGRcorp. index bea (t)/100)*IGCcorpbea(2005): Bills-2005\$	64.28	66.62	59.25
Implicit Price Deflator, Gross Investment, pIG corp bea	26.92	29.27	30.04
Step2			
BEA Table 6.4 line 2 Current - Cost Corporate Depreciation	9.80	11.50	12.40
BEA Table 1.14 line 11	23.20	30.10	27.90
Gross Corporate NIPA Profit (sum of excel lines 8+9)	33.00	41.60	40.30
Real Gross Corporate Profit = line 10x100/ line 6	122.61	142.12	134.15
Modified Incremental Rate of Profit		0.30	-0.12
	formula	(C11-B11)/B5	

Βιβλιογραφία

- De Brunhoff, Susanne (1976). *Marx on Money*. Urizen Books, New York pp. 72-119
- Epstein, Gerald (2001). “[Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy](#)”, Paper prepared for PERI Conference on “Financialization of the World Economy”, December 7-8, 2001 (June 2002 version)
- Fine, Ben (1985/1986). “[Banking Capital and the Theory of Interest](#)”, *Science & Society*, 49(4): 387-413
- Fine, Ben (2014). “[Financialization from a Marxist Perspective](#)”, *International Journal of Political Economy*, vol. 42, no. 4, Winter 2013–14, pp. 47–66.
- Lapavitsas, Costas (1997). “Two Approaches to the Concept of Interest-Bearing Capital”, *International Journal of Political Economy*, 27(1): 85-106.
- Lapavitsas, Costas (2009). “Financialized Capitalism: Crisis and Financial Expropriation”, *Historical Materialism*, 17(2): 114–148].
- Palley, Thomas I. (2007). “[Financialization: What It Is and Why It Matters](#)”, *Levy Institute Working Paper* No. 525
- Shaikh, Anwar (1992). “[The Falling Rate of Profit as the Cause of Long Waves: Theory and Evidence](#)”, in Alfred Kleinknecht, Ernest Mandel and Immanuel Wallerstein (eds), *New Findings in Long Wave Research*, London: Macmillan: 174–202.
- Shaikh, Anwar (1997). “[The Stock Market and the Corporate Sector: A Profit-Based Approach](#)”, in Malcolm Sawyer, Philip Arestis and Gabriel Palma (eds.), *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoff Harcourt, Volume Two*, London: Routledge: 389–404.
- Shaikh, Anwar (2016). *Capitalism: Competition, Conflict and Crises*, New York, NY: Oxford University Press. Ch 10 plus Appendix + excel που θα επισυνάψω
- Stravelakis, Nikos (2021) Dissertation extracts Par 3f and Ch.4
- Soros, George (1994). “Theory of Reflexivity”, Delivered April 26, 1994 to the MIT Department of Economics. World Economy Laboratory Conference Washington, D.C. Available at <https://ritholtz.com/2004/04/the-theory-of-reflexivity-by-george-soros/>