

MARCO VITALE

LE QUATTRO VERITÀ

SCRITTO PER IL SECOLO XIX DI GENOVA

GENNAIO 2000

All'inizio del 1990 la capitalizzazione del mercato in Giappone (il valore totale di tutte le azioni di tutte le aziende del paese) era maggiore di quella degli Stati Uniti, che aveva il doppio della popolazione del Giappone e più di due volte il PIL. Alla stessa data i terreni compresi nel raggio di un miglio quadrato dal palazzo imperiale di Tokyo valevano più dell'intero territorio della California. Nel giro di pochi anni sia il valore dei terreni che delle azioni si ridusse del 60%.

Poiché ricordo bene quel tempo e le discussioni con i gestori che all'affermazione che un rapporto prezzo/utili di 60 volte, magari per aziende non in crescita, era una follia, rispondevano: ma il Giappone è diverso, è speciale; poiché ricordo bene quel tempo non sarò certo io a negare **la prima verità: prima o poi le bolle scoppiano sempre.**

Pochi mesi fa Greenspan, il presidente della Federal Reserve americana, con grande umiltà, affermò che l'evoluzione tecnologica ed alcuni aspetti radicalmente nuovi della nuova economia, rendevano impossibile comprendere l'evoluzione delle cose con vecchi standard, vecchie correlazioni, vecchie concezioni, vecchi metri di misura e, quindi, fare previsioni. Bisogna volare a vista, soprattutto per quanto riguarda i titoli delle attività innovative. Parole che mi hanno richiamato alla memoria quelle che Maynard Keynes scrisse nel 1930: "ci siamo ficcati in un bel pasticcio, abbiamo dovuto cominciare a guidare una macchina estremamente sensibile di cui non conosciamo il funzionamento". Poiché considero Greenspan, di gran lunga, il più lucido cervello economico degli ultimi cinquant'anni non sarò certo io a negare **la seconda verità: la nuova economia esiste;** le nuove tecnologie e potenzialità spiazzano molte convinzioni convenzionali e molte correlazioni tradizionali; capirci qualcosa è diventato veramente molto difficile. Del resto già il grande economista vittoriano, Alfred Marshall, aveva detto che l'economia "non è un insieme di verità,; ma una spinta alla scoperta della verità".

Negli ultimi anni le crisi finanziarie sono diventate molto, troppo frequenti. Il collasso del mercato azionario americano del 19 - 20 ottobre 1987; la crisi della sterlina e della lira nel 1992; la crisi continua, grave e non risolta del Giappone, che occupa tutto il decennio degli anni novanta ; la crisi finanziaria del Messico e dell'Argentina del 1995; la svalutazione del bath thailandese del 1997, che diede inizio alla grande crisi finanziaria della maggiore parte dei paesi asiatici del 1997-98; la crisi finanziaria russa degli ultimi anni; la crisi finanziaria e valutaria del Brasile nel 1998; il sommarsi a tutte le crisi precedenti della crisi dei giganteschi "hedge fund" americani che, nel 1998, portò il sistema molto vicino al collasso (Ricorda Paul Krugmann : "Nel corso di una riunione a cui ho preso parte, i partecipanti chiesero ad un rappresentante della Federal Reserve che stava descrivendo la situazione che cosa si poteva fare per affrontarla. "Pregare" fu la risposta").

Avendo vissuto tutti questi momenti da vicino, spesso in posizioni di notevole responsabilità, non sarò certo io a negare **la terza verità: anche se l'instabilità finanziaria è propria del sistema capitalista, queste crisi sono troppe e troppo frequenti** e sono un segnale non della normale instabilità ciclica ma di un sistema che fa acqua da tutte le parti, di un terremoto serio che si avvicina. Anche perché non è vero che queste crisi non fanno danno. In Giappone, in tutta l'Asia colpita, nel Sud America esse hanno portato recessione e depressione. Però queste crisi non hanno portato a collassi gravi del centro del sistema. Anche la più grave di tutte, quella del 1998, ha trovato rapidi ed efficaci interventi da parte dei manovratori del sistema (il cielo benedica sempre la Federal Reserve e quel gentile signore, fortunatamente riconfermato, che si chiama Alan Greenspan). Avendo seguito anche questi interventi da vicino ed avendo vissuto in particolare quelli del 1987 a Wall Street, (ricordo ancora, con emozione, il momento in cui sugli schermi apparvero le parole di Greenspan: la Fed darà al mercato, tutto il denaro di cui ha bisogno, che segnarono il punto di svolta della crisi), non sarò certo io a negare **la quarta verità: quando la crisi è abbastanza grave ed è abbastanza al centro del sistema c'è sempre un prenditore di ultima istanza** che prende in mano il cerino acceso. Ma questa verità ha un suo corollario: e ciò alimenta l'irresponsabilità finanziaria o l'aggressività speculativa degli operatori.

L'apparente contraddizione di molti giudizi che si leggono in questi giorni, deriva solo dal fatto che non sempre si è consapevoli che queste quattro verità, apparentemente diverse se non in conflitto tra loro, sono, invece, tutte vere. E' vero, al di là di ogni possibile dubbio, che una grande bolla speculativa incombe sul mondo. E' vero che il centro di questa bolla speculativa è concentrata sui titoli high - tech. E' vero che in questo campo ci saranno molti morti e feriti. Ma ci saranno anche sviluppi incredibili. Come ci furono all'inizio del secolo con i titoli automobilistici e anni prima con i titoli elettrici. Perché una bolla speculativa grossa e generale non nasce da niente, nasce da qualcosa di vero. Ed è vero che alcune di queste innovazioni tecnologiche stanno cambiando il mondo, la produttività, i rapporti, le vecchie correlazioni. Hanno valenze prospettive elevatissime come la stampa, la lampadina elettrica, l'automobile. Su Henry Ford, all'inizio, nessuno puntava un dollaro ed egli veniva chiamato, nella sua cittadina, "Henry the crazy". Però l'unico capitale che Henry the crazy versò nella sua azienda dopo essersi liberato di alcuni petulanti azionisti finanziari furono 100.000 dollari e ciò a partire dal 1913 sino al 1946. Nessuno avrebbe, ragionevolmente, investito un dollaro sulla base dei suoi risultati progressi. Ma lui investì su se stesso tutto il poco che aveva. Anche sotto la bolla speculativa dei titoli high tech c'è del vero, c'è del solido, ci sono grandi prospettive specifiche tipiche di tempi non normali. Ma come dice Greenspan è molto, molto difficile capirci qualche cosa. Le massaie che investono in Borsa in proprio e che ogni tanto si vedono, commoventi, intervistate in televisione forse non sono tante. Ma temo che esse siano un po' più del necessario. Perché verranno tutte o quasi, violentemente, espropriate. Del resto è noto che parte del finanziamento delle ferrovie americane del secolo scorso fu ottenuto espropriando, attraverso crisi e fallimenti, le vecchie e ricche vedove inglesi che vi avevano investito i loro risparmi. Del resto lo sviluppo delle ferrovie americane era molto più importante di quelle ricche e vecchie vedove inglesi. Quindi sui singoli titoli high tech elevato è, certamente, il numero degli espropriandi. Ma da questi investitori emergeranno anche i nuovi miliardari veri. Quindi ritorna qui la saggezza tradizionale su chi

e come si investe. Una vecchia zia non deve investire in high - tech salvo che ami il casinò. Un fondo pensioni, che pensa ed investe a lungo termine, può e deve investire in un portafoglio di high - tech una quota ben soppesata del suo attivo. Un giovane che ha messo da parte od ha ereditato un po' di risparmi, dei quali non pensa di avere bisogno nei prossimi dieci anni, può investirne una parte in high tech, ma possibilmente non da solo (salvo che sia un vero specialista di qualche settore) ma comprando quote di fondi d'investimento specializzati in high tech e gestiti da persone affidabili.

Ma devo confessare che io non sono tanto preoccupato delle pazzie dei titoli high -tech in se. Queste pazzie si correggono sempre: **prima o poi le bolle scoppiano sempre**; e mi dispiace per le vecchie vedove e le vecchie zie. Io sono molto più preoccupato dell'instabilità generale del sistema finanziario che ha passato il livello di guardia e che può rappresentare il combustibile che le scintille derivanti dall'inevitabile scoppio della bolla high - tech possono far esplodere. La richiesta di capitale nel mondo (sia per sostenere sviluppi mostruosi come quello degli USA, che per curare deficit elevati come in Giappone, che per riavviare lo sviluppo nella grande parte del mondo colpito da recessione nell'ultimo decennio, come l'Asia o il Sud America, è molto elevato e sta diventando squilibrata rispetto alle reali possibilità del sistema. Per questo il costo del denaro salirà, deve salire. E questo può fare molto male sia al mercato azionario che obbligazionario. La crisi in Asia è lungi dall'essere risolta. La crisi cinese, legata ad un sistema bancario fragilissimo e ad un tasso di inefficienza e di corruzione molto elevati, non è ancora scoppiata grazie al fatto che la moneta cinese è strettamente controllata (e che continui così!) ma scoppierà. L'Euro è, per ora, una baracca guidata da un ufficio studi litigioso. Tutte queste cose non aiutano la stabilità finanziaria del mondo. Può darsi che la prossima volta (ma nessuno sa quando, perché ci vuole sempre un fatto scatenante che, per definizione, è imprevedibile) San Greenspan non sia più sufficiente, e che il prenditore di ultima istanza non si trovi più, ma sia necessario crearne uno nuovo, collettivo. Ma ci vorrà un po' di tempo, qualche disagio ed il cambio di alcune regole del gioco, perché l'unica cosa certa è che le attuali regole non vanno assolutamente bene. Decisamente il 2000 non sarà un anno banale.

Marco Vitale

Scritto per il Secolo XIX di Genova

Milano, 10 gennaio 2000