

Un libro scritto con un occhio rivolto alla storia e l'altro a una teoria dei mercati finanziari, in grado di incorporare l'analisi dei comportamenti collettivi e la psicologia di gruppo. Una narrazione tesa e insieme divertita, che da un lato concede ampio risalto

alle vicende delle più grandi febbri finanziarie

e ai loro protagonisti,

dall'altro mette a fuoco

i nodi irrisolti

dell'analisi economica.

Giuseppe Berta, "L'Espresso"



Molti non vedono differenze

fra la borsa e la roulette.

Perché si formano grandi bolle speculative? In questo volume, teoria e storia sono splendido complemento

l'una dell'altra, aiutando a porci, come fa Galimberti, domande intelligenti.

Gianni Toniolo, "Il Sole 24 Ore"

Boom e crolli, accelerazioni e crisi dei mercati: ma l'economia non è governata dalla razionalità?

Una firma di successo del giornalismo economico, con una scrittura veloce e ricca di humour, ci instilla più di un dubbio.

Fabrizio Galimberti, attualmente editorialista del "Sole 24 Ore", ha insegnato nelle Università di Roma e di Ferrara.

Ha lavorato a Parigi (Dipartimento di Economia dell'Ocse), a Torino (Chief Economist della Fiat) e a Roma (consigliere economico del Ministro del Tesoro). Risiede a Melbourne, in Australia. Ha pubblicato, oltre a numerosi saggi accademici, libri di testo di economia per le scuole medie (con L. Paolazzi) e una storia dell'economia italiana nel Novecento (con C. Galimberti e L. Paolazzi, *Il volo del calabrone*, Firenze 1998).

In copertina: Fotografia di Philippe/Yvonne Halsman-Magnum Photos/Contrasto.

ISBN 88-420-7033-5



9



Galimberti

Economia e pazzia

Crisi finanziarie di ieri e di oggi



Epilogo

Perché la *commercial revolution* di fine Seicento-inizio Settecento non sfociò senza soluzioni di continuità, come sarebbe stato logico attendersi, nella *industrial revolution* della seconda metà del Settecento? Non è fantasioso ipotizzare che le due crisi finanziarie nelle due potenze dominanti in Europa, Francia e Inghilterra, interruppero quel processo di progresso economico. Lo sviluppo dell'economia reale aveva portato a strappare, con l'"invenzione" del credito, delle banche centrali, delle società per azioni, della cartamoneta, la "camicia di forza" di una circolazione monetaria fondata su metalli scarsi e volatili. Ma l'"invenzione" scoppio in mano agli inventori, e un'economia che voleva crescere si ritrovò di nuovo avviluppata nella camicia di forza.

In Francia la crisi del Mississippi, come abbiamo detto nel precedente capitolo, portò a decenni di diffidenza verso la cartamoneta e le società per azioni. E lo stesso successe in Inghilterra per il credito e le società. Il *Bubble Act* quasi equiparò il ricorso al pubblico risparmio con emissioni azionarie ad attività truffaldine; rimase negli statuti per più di un secolo. E, a conferma della riprovazione per Borse e mercati azionari, nel 1733 si dichiararono illegali le vendite allo scoperto.

La popolazione di Londra cessò di crescere. Il tasso di mortalità si alzò al 4%. Secondo molti, la colpa era del gin, ma il gin stesso, afferma John Carswell nella *South Sea Bubble*, era il sintomo di una popolazione urbana frustrata e demoralizzata, di un mondo imprenditoriale che era divenuto timido e chiuso.

La "scoperta" della finanza, come si è detto, aveva portato ad accendere fiammiferi in una santabarbara. Sbagliando s'impara, dice il proverbio. Ma la lezione fu tale che due grandi paesi dovettero faticare decenni prima di reimparare a "fare finanza".

V

1929

Basta un numero...

1929: basta un numero. Cosa successe nel 1929? Sono pochi coloro che sbarrano gli occhi a questa domanda. Le date della morte di Napoleone o del trattato di Versailles o della *Magna Charta* o anche dell'incontro di Yalta sono note solo a pochi intimi. Ma tutti - o quasi - sanno che nel 1929 ci fu una crisi. A più di settant'anni di distanza, il potere evocativo del 1929 è ancora immenso. Quando c'è un crollo di Borsa, ancora oggi, all'inizio del XXI secolo, giornali e commentatori si chiedono nervosamente se un nuovo 1929 è alle porte. Perché quest'ombra duratura? Perché quella crisi di Borsa, quel tardo ottobre del 1929, quando le azioni caddero come le foglie, fa ancora salire brividi lungo la schiena finanziaria di una nazione?

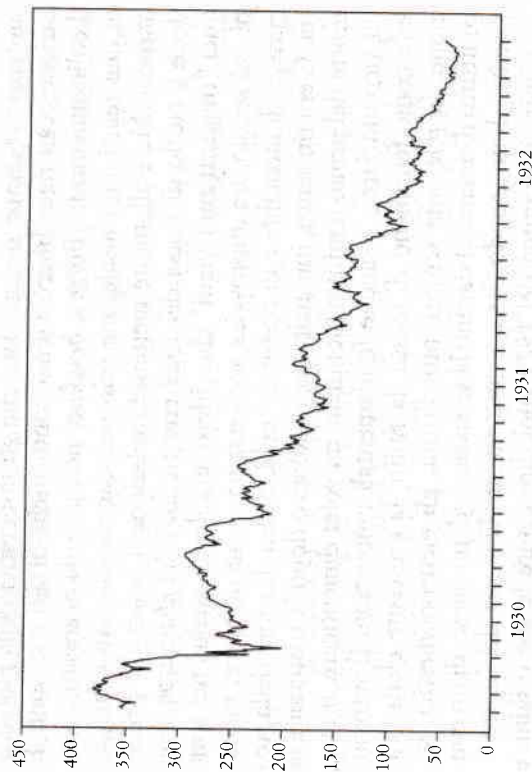
Prima di rispondere a questa domanda, si vorrebbe dar conto brevemente del perché abbiamo saltato, in questo *excursus* delle crisi finanziarie, dal XVIII al XX secolo. Non ci furono crisi in quei centonovant'anni dal 1720 fin verso la fine del secondo decennio del Novecento? Certo che ce ne furono. Anche se le grandi crisi franco-inglesi del 1720 acquietarono le acque speculative per mezzo secolo, ci furono ondate di speculazione nell'Inghilterra del 1772 e ancora del 1793 (in ambedue i casi, azioni di società dei canali), e poi il crollo degli *assignats* durante la rivoluzione francese (1797), la bolla delle obbligazioni sudamericane nell'Inghilterra del 1825, ancora i canali nella Francia del 1827, le ferrovie (dall'eccitazione per i nuovi modi del trasporto su acqua all'eccitazione per i nuovi modi del trasporto su strade

ferrate) nell'Inghilterra del 1836 e del 1847, nell'America e nella Germania del 1857... E ancora: titoli argentini (Inghilterra, 1890), bolle immobiliari (Australia, 1893), oro e argento (USA, 1893), caffè (USA, 1907)... E abbiamo solo scelto alcune "bolle" delle tante minuziosamente elencate da Charles P. Kindleberger in *Manias, Panics and Crashes*. Ma nessuna di queste ebbe il carattere "internazionale" delle crisi del 1720. Abbiamo detto "internazionale" e non "globale", ch  allora il mondo era piccolo.

In un certo senso, questa assenza di "grandi crisi" indica anche che il sistema finanziario si era andato facendo pi  robusto, il tessuto si era ispessito e poteva meglio incassare i colpi; o almeno, che questi colpi non contagiavano facilmente gli altri paesi perch  le economie si erano andate diversificando, l'economia "finanziaria" si era andata estendendo, geograficamente e nelle connessioni interne col sistema produttivo di ogni paese. Ma questi colpi, tuttavia, erano molto pi  numerosi – anche se di natura pi  "locale" – rispetto a prima. Questo   normale: il "giocattolo" della finanza veniva scoperto a poco a poco; per maneggiare l'esistente ci vuole un periodo di apprendimento, con conseguenti errori e ritorni di fiamma; e per estendere l'esistente nel nuovo, si viaggia nella *terra incognita* della "nuova finanza" (un'espressione sempre ricorrente, perch  ancora oggi si continua a inventare...) e, quasi per definizione, si finisce spesso sugli scogli o ci si incaglia su fondali bassi che le carte (inesistenti) non avevano segnalato.

Ma il 1929 fu diverso... Fu di nuovo una crisi internazionale: l'epicentro a Wall Street ha sempre catturato l'attenzione, ma la crisi si estese da una parte all'altra dell'Atlantico e dal Nord al Sud del continente americano. E fu diverso anche, e soprattutto, perch  all'implosione del 1929 seguirono lunghi anni di debolezza (vedi il grafico, che ripercorre il periodo fra l'agosto del 1929 – il massimo storico del Dow Jones di allora – e quel luglio del 1932 che vide l'indice scendere a quello che   rimasto il minimo assoluto); segu  la Grande Depressione, un fenomeno, anomalo che qui, non solo americano ma internazionale. In *The Grapes of Wrath* John Steinbeck ha dipinto con grande efficacia le lacerazioni, i drammi, le consunzioni, la disperazione di quegli anni in cui il tasso di disoccupazione in America raggiunse il 25%.   questa coincidenza, questo rapporto, apparentemente di causa ed

Fig. 6. Indice Dow Jones (agosto 1929-luglio 1932, dati giornalieri)



FONTE: Dow Jones.

effetto, fra crisi del 1929 e Grande Depressione che ha dato alla prima l'aura minacciosa del "disastro del secolo" e che ancora oggi ne conserva il brivido ammonitore.

Ma   proprio vero che la Grande Depressione fu causata dal crollo del 1929? Da sempre, la risposta a questa domanda   una *quaestio* fra le pi  dibattute dagli economisti e dagli storici dell'economia. E su tale *quaestio* ritorneremo dopo aver raccontato la crisi del 1929.

I famosi anni Venti

C'  una teoria della Borsa basata sulle gonne: quando la lunghezza delle gonne si riduce la Borsa sale e viceversa. Teoria verificata negli anni Venti e negli anni Sessanta, quando le Borse facevano faville e le *bemlines* (l'orlo delle gonne) salivano; e negli anni Trenta e negli anni Quaranta, quando, fra depressioni e guer-

re, l'orlo scendeva e la gonna si allungava. Difficile applicare questa teoria al tempo d'oggi, dato che gli imperativi della globalizzazione costringerebbero a tener conto anche di sari e kimono. E il collegamento fra Borse e *hemlines* non postula necessariamente una relazione causale, ma solo una correlazione fra i due fenomeni. Ma è allettante mettere in relazione il boom che precedette il crollo di Borsa del 1929 con gli anni del *charleston*, con quei "ruggenti anni Venti" che videro un salto di qualità nei tempi del secolo, un'improvvisa accelerazione - tecnologica, manageriale, di mentalità e di costumi - nel faticoso divenire della storia. C'era un senso, innanzitutto, di sollievo dopo la tristezza e la morte del primo conflitto mondiale, un voler dimenticare, un voler ricominciare... e alcune fondamentali innovazioni (l'automobile come fenomeno di massa, la radio, la crescente elettrificazione, la telefonia sempre più diffusa, gli elettrodomestici, soprattutto il cinema...) davano la sensazione di un paese, di un continente, di un mondo che avevano varcato la soglia del futuro.

Capire il dramma del 1929 vuol dire capire le sue origini, e da queste scaturigini risalire al perché di quello storico crollo. Quel che viene è sempre contenuto, *in nuce*, in quel che precede. E la "teoria delle gonne", per quanto strampalata, ha un fondo di verità: quando la società acquista lena e speranza, ha bisogno di simboli del cambiamento, di strappi col passato, e l'economia riflette queste speranze capitalizzando i profitti a venire e riversando nelle quotazioni azionarie le visioni di un futuro migliore. Economia e società allora interagiscono, come guardandosi allo specchio in un rimando infinito di immagini.

Ma, a parte le gonne e la psicologia delle masse, c'erano anche, come direbbe Marx, spiegazioni più razionali e materiali al boom degli anni Venti e soprattutto al lento sedimentare delle tensioni che avrebbero poi fatto gettare la maschera alle illusioni dello sviluppo infinito e trasformato i ruggiti in guaiti e lamenti.

La prima guerra mondiale era stata, appunto, mondiale (almeno in una visione eurocentrica; fu solo nella seconda guerra che si combatté non solo nei paesi atlantici ma anche nel Pacifico); ma, nella prima come nella seconda guerra, il teatro della battaglia fu soprattutto l'Europa, mentre l'America non conobbe mai invasioni e devastazioni. Questo fatto cambiò radical-

mente la primazia economica: fu con la Grande Guerra che l'America strappò alla Gran Bretagna la *leadership* dell'Occidente (vedi p. 167, *La "scoperta dell'America"*). La macchina economica americana fornì all'Europa armi, munizioni, vettovagliamenti, materie prime alimentari e non... Tutto questo doveva essere pagato, e New York iniziò a contendere a Londra il primato bancario e finanziario che era fino allora appartenuto alla City. Quando il presidente americano Woodrow Wilson dichiarò l'entrata in guerra, un profetico editoriale del «Manchester Guardian» affermava: «I finanzieri europei devono capire che la guerra trasforma radicalmente le relazioni fra Europa e Stati Uniti. [...] Alla fine della guerra gli Usa avranno annullato il loro debito estero. I banchieri americani avranno acquisito l'esperienza internazionale che finora gli era mancata, e questo rafforzato tessuto finanziario verrà a sovrapporsi a un tessuto economico che la guerra avrà di molto sviluppato».

In effetti, quando la Grande Guerra iniziò gli Stati Uniti avevano una posizione internazionale di debitore netto, per 3,7 miliardi di dollari; nel 1919 (quando il presidente Wilson arrivò a Versailles) la situazione si era invertita, e gli Stati Uniti erano creditori netti per 6,4 miliardi di dollari. Oggigiorno, appena c'è il sentore di qualche crisi internazionale, il dollaro si rafforza perché i capitali affluiscono nel "porto sicuro" degli Stati Uniti. Ma tutto questo non succede da oggi: succede almeno dai tempi della guerra 1915-18, quando gli investitori francesi e inglesi mandavano i loro soldi a Wall Street, principalmente per acquistare obbligazioni: *treasury bonds*, considerati, allora come oggi, i più sicuri al mondo.

Ma non erano solo gli stranieri che comperavano *treasury bonds*. Come succede nelle guerre, il governo dovette finanziare le spese belliche. In parte queste furono finanziate da aumenti fiscali, specie dell'imposta sul reddito, ma nella maggior parte da prestiti obbligazionari (*liberty loans* e *victory loans*) sottoscritti dall'estero ma soprattutto dall'interno. Il debito pubblico aumentò, dall'inizio alla fine del conflitto, da 1,3 a 27 miliardi di dollari, e la diffusione dei titoli di debito aumentò a dismisura. Gli americani acquistarono familiarità con i *bonds* pubblici, con l'investimento finanziario... una familiarità che costituisce una

precondizione per l'avventura, anni dopo, nell'investimento azionario.

E il fatto che gli Alleati comperavano dall'America armi e vetovaglie implicava che gli investimenti in afflusso negli Stati Uniti, fatti per ragioni precauzionali dagli europei, poi riaffluivano in uscita, sotto forma di prestiti ai governi alleati. Insomma, New York si era posta al crocevia della finanza mondiale.

Tutto questo non finì con la fine della guerra. Anzi, era appena cominciato. Con la fine della guerra, vi era molto da ricostruire in Europa. Al termine della seconda guerra mondiale, quando le devastazioni in Europa furono ancora maggiori, i capitali americani vennero dirottati da questa parte dell'Atlantico nel quadro di un lungimirante Piano Marshall. Alla fine del primo conflitto, non ci fu un quadro formale di aiuti da parte dell'America, ma ci fu una specie di spontaneo Piano Marshall, con i banchieri americani che prestavano liberamente a governi e aziende europee. Gli avanzzi commerciali americani venivano riciclati in deflussi di capitali che aiutavano gli altri paesi a pagare il surplus di produzione in America. E poi c'era il problema delle riparazioni di guerra.

Alla fine del conflitto si erano aperte, il 12 gennaio 1919, le negoziazioni di pace per quello che sarebbe stato il trattato di Versailles. E una delle questioni più spinose sarebbe stata quella delle riparazioni di guerra imposte alla Germania.

La questione delle riparazioni è di una cruciale importanza (vedi p. 168, *Le riparazioni di guerra*). Quando un paese è vinto, ha bisogno, dopo la pace, di ricostruire; e ha quindi bisogno di soldi. Se questi sono difficili da trovare in un paese devastato dalla guerra, tanto più difficile – e al limite, come vedremo, controproducente – deve essere trovare anche i soldi per pagare “le spese” al vincitore. Questa semplice constatazione portò, dopo la seconda guerra mondiale, a non far pagare riparazioni alla Germania; anzi, il Piano Marshall fu una specie di “riparazione invertita”, pagata dal vincitore al vinto. Ma la lungimiranza del Piano Marshall era del tutto assente dai negoziati di Versailles, dove le potenze vincitrici decisero di far pagare “al re di Prussia” un grosso fardello di riparazioni (che includeva perfino le pensioni agli ex combattenti delle potenze vincitrici!). John Maynard Keynes era ai tavoli dei negoziati, col primo ministro inglese David

Lloyd George; e Keynes sbatté la porta e si dimise dal Treasury inglese, irato per l'eccessivo peso delle riparazioni e preconizzando – lo avrebbe scritto dopo pochi mesi in un famoso saggio, *The Economic Consequences of the Peace* – «l'imminente devastazione dell'Europa». Keynes fu buon profeta. L'umiliazione e il peso imposti alla Germania portarono alle sofferenze che culminarono nell'iperinflazione del 1923, nell'ascesa del nazismo, del militarismo, del revanscismo, e infine nel secondo terribile conflitto mondiale.

La questione delle riparazioni e degli effetti inaspettati di questi pagamenti forzati non era nuova. «La prossima volta che vinciamo una guerra contro la Francia, domanderemo di essere noi a pagare riparazioni», fu l'ironico commento del cancelliere Otto von Bismarck nel 1871, a proposito dell'inflazione causata in Prussia dal pagamento delle riparazioni francesi... Ma dopo la prima guerra mondiale la vicenda delle riparazioni contribuì non tanto all'inflazione in chi le riceveva ma all'umiliazione di chi le pagava; fortunatamente per la Germania, però, le riparazioni furono “riciclate” anch'esse (come i pagamenti degli Alleati) in prestiti. I banchieri americani furono in prima linea nell'organizzare prestiti e linee di credito in favore della Germania, la cui industria si andò sviluppando fortemente.

Insomma, gli anni Venti furono anni di sviluppo e di rinascita, specie in America (vedi p. 169, *I "Roaring Twenties"*), ma la trama dell'espansione era percorsa da alcuni pericolosi orditi, di carattere sia politico che economico e finanziario. Oltre al problema della Germania, mette conto menzionarne altri due, che avrebbero avuto un grosso ruolo nel determinare il crollo del 1929 e la Grande Depressione che ne seguì (almeno cronologicamente parlando, se non in rapporto di causa ed effetto). Questi due aspetti, peraltro legati, erano la deflazione e il sistema monetario internazionale.

□ *La "scoperta dell'America"* Qual era la situazione dei paesi atlantici in quel primo quarto del secolo che precedette la crisi del 1929? Come una ferita, la prima guerra mondiale raggruma la vicenda storica del periodo. La guerra portò grandi cambiamenti in campo economico, geopolitico e culturale. Il centro del potere mondiale cominciò a spostarsi dall'Europa agli Stati Uniti, che, grazie ai debiti che i paesi europei avevano contratto con loro durante la guerra, era-

no diventati i banchieri del mondo. Negli anni Venti gli Stati Uniti, guidati dal partito repubblicano, vennero a godere di una supremazia incontrastata in campo economico. La pratica abolizione della legislazione anti-monopolistica permise a numerosi industriali di accumulare enormi fortune, aumentando così la forbice sociale.

In Europa, lo sfaldamento dell'impero austriaco e di quello ottomano portarono alla nascita di nuovi Stati, alcuni dei quali erano un miscuglio di lingue ed etnie diverse (come la Jugoslavia e, in misura minore, la Cecoslovacchia), mentre altri avevano una funzione cuscinetto, come la Polonia, per arginare il pericolo bolscevico. La rivoluzione bolscevica data dal 1917, quando la rivolta degli operai e dei soldati di Pietroburgo aveva provocato la caduta dello zar, la presa del potere da parte dei seguaci di Lenin e l'uscita della Russia dalla guerra. Il nuovo potere sovietico si trovò, negli anni Venti, ad affrontare grandi problemi di assestamento, stretto tra il "cordone sanitario" delle potenze occidentali e la ricostruzione postbellica. La lotta per il potere tra Stalin e Trockij all'interno del partito comunista per raccogliere l'eredità di Lenin si concluse con la vittoria di Stalin. La rivoluzione russa provocò un risveglio del movimento operaio europeo, che, tra la fine del 1918 e l'estate del 1920, fu protagonista di un grande avanzamento politico, come in Germania, in Austria e in Ungheria, dove in quegli anni si costituirono delle repubbliche. In Germania l'ondata rivoluzionaria dei consigli degli operai e dei soldati venne frenata dalla socialdemocrazia, che represses duramente anche l'insurrezione spartachista del gennaio 1919, mentre in Ungheria l'esperienza comunista fu interrotta dal regime autoritario di Horthy. Anche in Italia il 1919 fu un anno molto movimentato, con scioperi nelle fabbriche (fino all'occupazione nel 1920) e occupazioni delle campagne. La borghesia spaventata si rifugiò nelle mani di Mussolini e del movimento fascista, spianandogli la strada per l'instaurazione della dittatura. La Germania di Weimar si trovò ad affrontare una grande instabilità politica e una drammatica crisi economica, aggravata dagli ingentissimi debiti di guerra e dall'iperinflazione. Grazie al Piano Dawes, che le consentiva di attingere a prestiti internazionali, la Germania ebbe, a partire dal 1924, una rapida ripresa economica. Le due potenze europee uscite vincitrici dalla guerra, la Francia e la Gran Bretagna, dovettero affrontare la ricostruzione. Anche in questi paesi ci fu una forte avanzata del movimento operaio, che portò, alla metà del decennio, a vittorie elettorali dei partiti di sinistra.

□ *Le riparazioni di guerra* I trattati di pace furono estremamente punitivi per la Germania. Oltre alle enormi mutilazioni territoriali, alla perdita di tutte le colonie e alla riduzione ai minimi termini della forza militare, le potenze vincitrici introdussero la cosiddetta "clausola

della responsabilità della guerra": la Germania, ritenuta responsabile del conflitto mondiale, veniva obbligata a risarcire tutti i danni di guerra. Questa posizione era sostenuta, per ragioni di opinione pubblica interna, soprattutto dalle potenze europee, con in testa la Francia, che aveva subito devastazioni enormi nei cinque anni di combattimenti. Gli Stati Uniti, con il presidente Wilson, erano più orientati a far pagare alla Germania soltanto azioni considerate "illegali" (come l'invasione del Belgio), ed erano inoltre preoccupati dalle ripercussioni negative sulla ripresa dell'economia tedesca. Allo stesso tempo, Francia e Gran Bretagna volevano costringere la Germania a finanziare la propria ricostruzione. In attesa che venisse definito, entro il 1° maggio 1921, l'ammontare esatto delle riparazioni, venne stabilito che la Germania dovesse corrispondere a titolo di anticipo 20 miliardi di marchi oro.

Già questo pagamento fu estremamente oneroso: la Germania pagò in larga misura con beni e prodotti (furono ceduti, fra l'altro, quasi tutta la flotta commerciale, 5.000 locomotive, 136.000 vagoni ferroviari, 130.000 macchine agricole, 135.000 bovini, 50.000 cavalli, 24 milioni di tonnellate di carbone e 15 milioni di tonnellate di sostanze coloranti). La cifra complessiva delle riparazioni fu fissata in 132 miliardi di marchi oro, pari a 6,6 miliardi di sterline. Il grande economista Keynes, che faceva parte della delegazione britannica, sostenne che la cifra delle riparazioni non doveva superare i 2 miliardi di sterline, tenendo conto delle effettive capacità di pagamento tedesche e dell'effetto depressivo sull'economia europea di una Germania ridotta per lunghi anni in povertà, senza contare i pericolosi effetti politici. Tutte previsioni che si rivelarono esatte, ma che rimasero inascoltate.

Nel 1922 la Francia occupò la Ruhr per assicurarsi il pagamento regolare delle rate del debito da parte della Germania. Il governo tedesco reagì con una politica di resistenza passiva (scioperi e sabotaggi), ma nel 1923 l'inflazione esplose trascinando nella miseria milioni di persone. Il governo nazionalista fu sostituito da uno di coalizione con i socialdemocratici, che riuscì a risanare la situazione, grazie anche all'entrata in vigore (nel 1924) del Piano Dawes, che prevedeva una riduzione delle riparazioni e un grosso prestito in marchi oro a un interesse dell'8%.

□ *I "Roaring Twenties"* Gli anni Venti per gli americani furono anni di boom economico, gli anni in cui si affermò il mito dell'*American way of life*: l'organizzazione del lavoro introdotta nelle fabbriche dalla teoria del taylorismo (una "catena di montaggio" spietatamente efficiente) consentì un grande aumento della produzione industriale. Tra la classe media si diffusero i beni di consumo durevoli, gli elet-

trodomestici come la radio, il frigorifero e l'aspirapolvere, che entrano nella quotidianità di molti americani, modificandone i ritmi e le abitudini, e contribuirono a dare la sensazione che gli Stati Uniti fossero un paese in cui operai e immigrati entravano rapidamente in una "classe media" che dava nerbo e carattere alla società.

Ma questo sviluppo industriale causò un grande squilibrio sociale, dovuto sia ai costi di transizione della disoccupazione tecnologica (le macchine sempre più perfezionate tendevano a sostituire gli operai, e la ricerca di nuovi posti di lavoro alimentava una mobilità non sempre volontaria), sia al fatto che la distribuzione del reddito privilegiava i profitti (i salari non crescevano proporzionalmente all'inflazione), sia alla crisi del settore agricolo (che - ricordiamolo - contava non il 2% degli occupati come oggi, ma il 25%).

Si assistette così a un'irrequietezza sociale e alla nascita di partiti e sindacati di massa. Una delle reazioni del governo a questo acuirsi del conflitto sociale fu quella di accunare "proletariato" e immigrati, promulgando una serie di misure che limitavano fortemente l'immigrazione (soprattutto quella proveniente dall'Italia), considerata una fonte di diffusione delle idee socialiste provenienti dall'Europa: questo razzismo "classista" sfociò nel 1927 nel drammatico episodio del processo e della condanna a morte, nonostante la provata innocenza, dei due anarchici italiani Nicola Sacco e Bartolomeo Vanzetti.

Gli anni Venti - i *Roaring Twenties* - sono gli anni della rottura e del cambiamento, della ricerca di diverse espressioni culturali, di moda, di costume, di una tensione verso la licenza che troverà contrappeso nella reazione del proibizionismo: un divieto degli alcolici, che non riuscì a stroncare il consumo, ma in compenso favorì lo sviluppo dei gruppi di criminalità organizzata (tra cui la celebre gang di Al Capone). Nei night che movimentavano le serate americane, spesso club privati per soli bianchi, infervorava il *charleston*, nato nella città della Carolina da cui prende il nome, nell'ambiente degli scariatori neri, i cui movimenti di base si ispiravano ad antichi riti propiziatori di alcune tribù africane. Il cinema tende a sostituire il teatro nelle serate cittadine. Gli anni Venti vedono l'inizio del divismo hollywoodiano, con attori del calibro di Charlie Chaplin e Buster Keaton, che i registi cercano di valorizzare al massimo, delegando alla bravura dell'attore gran parte della riuscita del film; e vedono l'inizio di una letteratura del pettegolezzo e dello scandalo centrata intorno allo *star system*.

La deflazione

La prima guerra mondiale aveva portato a una grossa domanda di generi **alimentari** e di materie prime non agricole, e nuovi metodi di produzione (fertilizzanti, irrigazioni, meccanizzazione) avevano permesso (specie in America, ma queste innovazioni si erano rapidamente diffuse anche altrove, dall'Europa all'Argentina) di rispondere all'accresciuta domanda con un'accresciuta offerta, senza pressioni sui prezzi. Anzi, con pressioni *al ribasso* sui prezzi, dato il grande aumento di produzione permesso dalle nuove tecniche. In alcuni paesi si cercò di tenere la produzione in eccesso fuori dal mercato immagazzinandola, ma questa, ovviamente, non poteva essere una **soluzione** permanente. In altri si cercò di risolvere la situazione **svalutando** la moneta, ma questo deprezzamento competitivo non fece altro che forzare verso il basso i prezzi negli altri paesi ancor di più rispetto a quel che sarebbe successo altrimenti.

In ogni caso, questo eccesso di offerta impose una tendenza strutturale alla deflazione nelle economie del periodo (dalla metà degli anni Venti, e poi, per ragioni questa volta legate alla Grande Depressione, anche negli anni Trenta). Questa deflazione era un bene o un male? A prima vista, il fatto che la produttività aumenti e metta più beni a disposizione di tutti dovrebbe essere un bene. Le perdite degli agricoltori dovute ai prezzi che crollano dovrebbero essere compensate dai guadagni di potere d'acquisto presso coloro che consumano i beni agricoli. Secondo i seguaci del monetarismo, la deflazione non è un male, purché la politica monetaria **impedisca** una riduzione della quantità di moneta; e secondo gli **economisti** classici la deflazione non è un male, se i salari tengono conto dei prezzi più bassi. Se le banche prestano meno a un settore agricolo in difficoltà, possono prestare di più a un settore industriale avvantaggiato da materie prime meno care.

Nel mondo reale, tuttavia, questa simmetria non è sempre presente, in parte per un fenomeno di **illusione monetaria** (coloro i cui salari rimangono eguali ma sono **avvantaggiati** da prezzi alimentari più bassi non percepiscono questo accresciuto potere d'acquisto), in parte per un'asimmetria nella risposta: nel paese o nel settore dei prezzi cedenti la crisi si manifesta subito, mentre nel paese o nel settore che riceve beneficio da questi prezzi

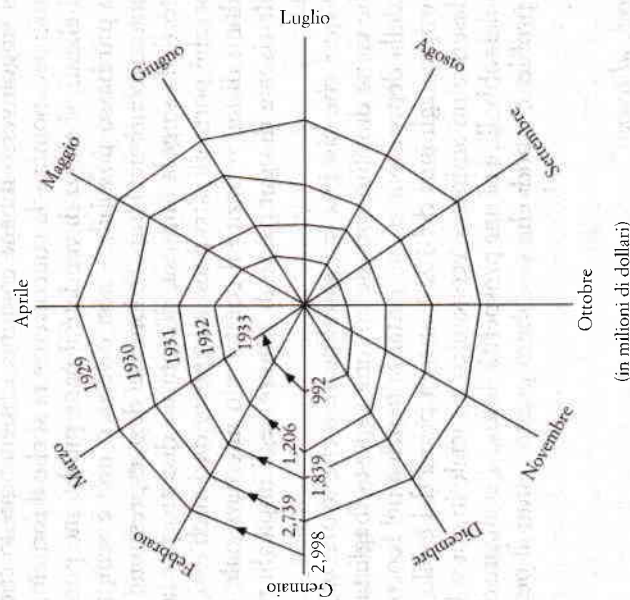
calanti la risposta è più lenta e può essere ritardata da altre preoccupazioni.

Questa deflazione che serpeggiava nelle economie dei tardi anni Venti era limitata, è vero, al settore primario (agricoltura), ma si era portata appresso un virus pericoloso: il protezionismo. Oggi la globalizzazione viene considerata un fenomeno irreversibile, ma, se la storia insegna qualcosa, è che non bisogna mai considerare alcunché veramente irreversibile. Il protezionismo degli anni Venti e degli anni Trenta faceva seguito a un periodo, prima della Grande Guerra, in cui l'economia mondiale era ancora più aperta rispetto a quella di oggi. Ma dopo la guerra l'apertura agli scambi cominciò a indietreggiare. Tre influenze agivano assieme: la protezione del settore agricolo dovuta al calo dei prezzi e alle svalutazioni di paesi altri, la protezione alle "industrie nascenti" che la guerra aveva originato quando gli scambi erano stati interrotti dal conflitto e la protezione dei paesi nuovi nati dallo smembramento dell'impero austro-ungarico. Il risultato? Una generale tendenza nel mondo verso più alti dazi doganali; una tendenza regolarmente condannata da varie conferenze internazionali (a Bruxelles nel 1920, a Portorose nel 1921, a Ginevra nel 1922...) ma mai invertita. Tanto che nel 1927 la Società delle Nazioni, preoccupata per l'avanzare del protezionismo, convocò un'altra conferenza internazionale, a Ginevra, per negoziare un "armistizio doganale".

Questa conferenza registrò solo parziali successi, presto adombrati dalla campagna presidenziale americana: nell'estate del 1928 Herbert Hoover, candidato alla presidenza, promise di alzare i dazi negli Stati Uniti per proteggere gli agricoltori. Una promessa che fu presto messa in pratica: già nel gennaio 1929, dopo l'elezione di Hoover ma prima dell'insediamento del nuovo presidente, negli ultimi giorni della presidenza Coolidge, lo House and Ways Committee del Congresso cominciò a discutere di questo giro di vite doganale. E diciotto mesi dopo, nel giugno del 1930, sarebbe stato emanato (con la protezione estesa, come era prevedibile, ad altri settori nel frattempo entrati in crisi) il famigerato *Smoot-Hawley Tariff Act*.

La fig. 7 mostra una famosa rappresentazione grafica (da *The World in Depression* di Charles P. Kindleberger) della spirale deflattiva che avvinghiò il mondo durante la Grande Depressione.

Fig. 7. L'implosione della crisi (dati mensili delle importazioni totali di 75 paesi, in milioni di dollari-oro)



FONTE: Kindleberger (*The World in Depression*, su dati dei bollettini statistici della Società delle Nazioni).

I bracci della spirale partono nel 1929 e, man mano che gli scambi fra paesi si inaridiscono, si chiudono in cerchi concentrici, dipingendo efficacemente la chiusura a ostrica di un mondo dove dominava il "si salvi chi può", ma dove l'egoismo individuale si ritorceva contro il paese egoista in un danno collettivo che prolungò e intensificò la Grande Depressione. Centocinquanta anni prima, Adam Smith, in un famoso passaggio della *Ricchezza delle nazioni*, aveva osservato che in economia l'egoismo individuale produce il benessere collettivo: «Non è dalla benevolenza del macellaio, del vinaio o del fornaio, che aspettiamo il nostro sostentamento, ma dalla considerazione del loro proprio interesse. Noi ci affidiamo non alla loro umanità ma al loro egoismo, e non

gli parliamo mai dei nostri bisogni ma del loro vantaggio». È come se una mano invisibile – scriveva ancora Smith – dirigesse gli atti dei singoli verso il bene comune. Ebbene, quello che è vero nella microeconomia – la concorrenza fa sì che il fornaio, per attirare i clienti, si sforzi di vendere il pane più buono possibile al prezzo più basso possibile – non è vero, o non è sempre vero, nella macroeconomia: l'imposizione dei dazi, espressione del tor-naconto della singola impresa, diventa un disastro per la comunità, perché porta gli altri paesi a imporre dazi anch'essi, col solo risultato di far avvizire il commercio internazionale e impedire alle risorse di ogni paese di affluire negli impieghi più produttivi.

Ma quel che bisogna qui sottolineare è che lo *Smoot-Hawley Act*, che viene di solito considerato una risposta sbagliata ai problemi della depressione e un "gettar la benzina nel fuoco", ebbe la sua origine agli inizi del 1929, ancora prima del crollo di Borsa. E descrive un ambiente economico e sociale in cui si leggeva, al di là del sobbollire di una prosperità diffusa, l'avanzare di scompensi, problemi e nodi che sarebbero presto venuti al pettine.

La "caccia al tesoro"

Quali assetti si era dato il sistema monetario internazionale ai tempi della crisi del 1929? Il sistema era ancora, con qualche modifica, quello del *Gold Standard* (vedi p. 176, *Cos'è il "Gold Standard"?*). Ma, come abbiamo visto nei capitoli precedenti, da tempo un sistema monetario basato sull'oro "stava stretto" a economie che volevano crescere e che avevano bisogno che la quantità di moneta crescesse di conserva con la crescita dell'economia.

La questione della scarsità fisica dell'oro, già emersa, come abbiamo visto, con la "rivoluzione finanziaria" a cavallo fra Settecento e Ottocento, aveva continuato a essere un problema, anche dopo la "rivoluzione industriale" del tardo Settecento. Il sistema aveva bisogno che anche quel poco oro fosse continuamente rimesso in circolazione: se un paese – ed era il caso dell'Inghilterra, data la sua posizione dominante nei commerci mondiali – accumulava oro, questo veniva prestato di nuovo all'estero dalla City londinese. In questo modo il *Gold Standard* poteva

"accomodare" anche conti con l'estero in deficit, se il paese in deficit lo era per una buona ragione (lo sfruttamento delle risorse naturali richiedeva investimenti dall'estero). Londra, finanziando ad esempio le ferrovie nell'America del Nord o le miniere d'argento nell'America del Sud, agiva da perno e stabilizzatore del *Gold Standard*. Ma bisognava, appunto, che il mercato dei capitali londinese agisse da efficace filtro e riciclo di surplus e deficit internazionali. Occasionalmente, questo non succedeva: ad esempio, nel 1890, dopo cinque anni di grossi prestiti esteri, Londra tirò i remi in barca. La "moneta creditizia" cessò di oliare l'economia e fu solo dopo cinque anni di depressione, dal 1890 al 1895, che il sistema fu salvato con una particolare "caccia al tesoro": l'arrivo di grosse quantità di oro dalle nuove miniere del Transvaal, nel Sudafrica. Ma, a parte episodi come questo, il *Gold Standard* funzionò relativamente bene, e la preminenza della Bank of England gradualmente lasciò il passo a una concertazione collettiva dei principali paesi. Rimane però il fatto che una tendenza alla deflazione era incorporata nel meccanismo di un sistema monetario internazionale fondato sull'oro: cioè a dire, dato che la quantità d'oro non era aumentabile a piacimento, le economie in crescita potevano crescere solo se i prezzi diminuivano, in modo che ogni data quantità d'oro potesse "accomodare" una maggior quantità di produzione e transazioni di beni e servizi.

Fu questa preoccupazione – la percezione che non c'era abbastanza oro per soddisfare, senza deflazione, la domanda mondiale di moneta – che condusse alla conferenza di Genova, nel 1922. Da questa conferenza uscì un'importante raccomandazione: per "economizzare" sull'oro, le monete nazionali potevano contare, come riserve, non solo sul metallo giallo, ma anche sulle monete convertibili in oro, principalmente dollari e sterline. Si passava così dal *Gold Standard* al *Gold Exchange Standard*.

Il sistema monetario internazionale del periodo fra le due guerre aveva poi un altro elemento di fragilità, che venne alla luce con la crisi del 1929. La perdita della centralità della Bank of England e il passaggio a una gestione "pluralista" del *Gold Standard* (col ruolo crescente della Federal Reserve e della Banque de France) avevano portato in luce un altro aspetto intrinsecamente deflazionistico del sistema. Secondo le "regole del gioco" del *Gold Standard*, i paesi in deficit (che perdono oro) devono ri-

durre l'offerta di moneta, deflazionando e frenando quindi l'economia, mentre i paesi in surplus (che ricevono oro) devono aumentare l'offerta di moneta, reflazionando e stimolando l'economia. Solo così il sistema tende al riequilibrio. Ma in pratica, quel che succedeva era asimmetrico: i paesi in deficit facevano la loro parte dolorosa, minacciati com'erano dalla perdita di riserve e dalla rinuncia alla convertibilità; ma i paesi in surplus non necessariamente facevano la loro. Non c'era niente che li obbligasse a espandere l'offerta di moneta; potevano benissimo sterilizzare gli afflussi d'oro e accumulare il metallo giallo. Questa asimmetria esisteva anche col *Gold Standard* di prima della guerra, ma allora il sistema era in pratica gestito, come detto, dalla Bank of England, la quale, avendo fra i suoi scopi statutari anche la ricerca di un profitto, non era interessata più di tanto a detenere attività - l'oro - che non fruttavano interesse. Invece, dopo la guerra, i due maggiori paesi con surplus di oro, gli Stati Uniti e la Francia, avevano banche centrali che non avevano alcun incentivo a non accumulare oro (nel 1929 Stati Uniti e Francia detenevano il 60% dell'oro monetario mondiale).

Insomma, nel 1929 l'apparente prosperità degli anni Venti - quel rimbalzo culturale ed economico dagli orrori della Grande Guerra - nascondeva alcune crepe pericolose: da una parte, una crisi da sovrapproduzione nel settore agricolo, dall'altra una tendenza deflazionistica insita nel *modus operandi* del sistema monetario internazionale. Inoltre, alcune monete come la sterlina erano tornate al *Gold Standard* (che era stato sospeso durante la guerra) con la parità precedente; ma questa decisione, adottata per ragioni di prestigio, mal si sposava con l'aumento dei prezzi inglesi intervenuto negli anni di guerra, e le merci inglesi avevano perso competitività sui mercati mondiali. Una delle monete chiave del sistema era quindi disallineata. E infine, lungo tutti gli anni Venti era andato suppurando il problema delle riparazioni tedesche. Il 1929 si apriva su timori e tremori che si sarebbero presto coagulati in una immane "protesta delle cose".

□ *Cos'è il "Gold Standard"?* Si dice che un paese è sul *Gold Standard* quando la banca centrale di quel paese si obbliga a convertire in oro le proprie banconote su semplice richiesta. Di questa definizione rimane traccia in molti biglietti di banca di oggi; o, per meglio dire,

di ieri: i biglietti di banca in lire recavano la dicitura «pagabili a vista al portatore», che richiamava appunto quell'obbligo, che pure non esisteva più da molti decenni; le nuove banconote in euro non recano più traccia di quell'anacronismo.

Ma torniamo al *Gold Standard*: il fatto che quell'obbligo esista ha una semplice conseguenza. Un paese non può permettersi di perdere oro, perché altrimenti si riduce la moneta in circolazione (quella consegnata alla banca centrale in cambio dell'oro non può essere rimessa in circolazione) e l'economia soffre perché viene a mancare il "lubrificante" della moneta. Dal fatto che le banconote di ogni paese, in un sistema internazionale basato sul *Gold Standard*, siano convertibili in oro, discendono due caratteristiche del *Gold Standard* stesso: primo, i rapporti fra le monete - i cambi - sono fissi, dato che ciascuna è convertibile in oro, che diventa il numerario del sistema; secondo, il sistema si riequilibra da solo. Guardiamo infatti a quello che succede se un paese vende all'estero più di quel che importa. In quel caso, la sua bilancia dei pagamenti sarà in surplus, e dall'estero ci sarà un afflusso d'oro. Avendo più oro, la banca centrale può creare più moneta; questo aumento della quantità di moneta fa aumentare i prezzi, e questo aumento dei prezzi rincarà le esportazioni del paese, così come rende conveniente al paese importare più beni dall'estero (dove i prezzi non sono saliti). Le esportazioni sono così scoraggiate e le importazioni favorite, e questo tende a ridurre o annullare il surplus della bilancia. *Mutatis mutandis*, un analogo meccanismo opera quando la bilancia dei pagamenti è in deficit, e tutto questo tende a stabilizzare il sistema, con conti con l'estero tendenzialmente in equilibrio e cambi fissi.

Verso la catastrofe

Come si vede nella fig. 8, l'impennata di Borsa del 1929 seguì i familiari parossismi delle bolle. Sembra quasi di vedere all'opera il meccanismo narcistico di quotazioni che guardano se stesse, prendon piacere dalla propria immagine, aumentano oggi perché erano aumentate ieri e continuano a gonfiarsi in un meccanismo autoreferenziale, autoregressivo e autoalimentantesi.

Le scoperte e le invenzioni ricordate prima (radio, cinema, motorizzazione di massa...) stavano cambiando rapidamente i valori e i ritmi della società. Il "modello T" del leggendario Henry Ford dava agli americani una meta di benessere e un costume di mobilità che ancora oggi si irradia dal possesso di un'automobi-

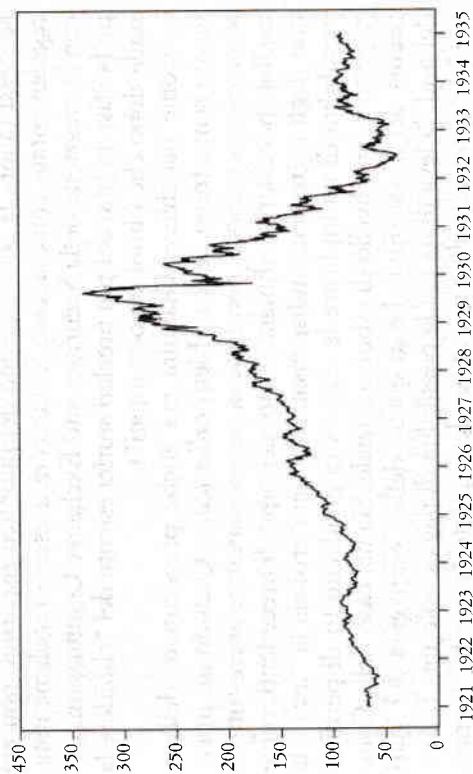
le. E il riflesso degli stili e degli orizzonti, dei sogni e dei conti era in quell'altro "fenomeno di massa" che era Wall Street.

Abbiamo ricordato più sopra che dopo la guerra gli americani si erano avvicinati, come collettività, all'investimento in titoli sottoscrivendo i prestiti pubblici legati al finanziamento delle spese belliche. Questa familiarità si era poi trasferita ai titoli azionari, sulla spinta delle soddisfazioni che dava un investimento dalle promesse mantenute, come si vede dal grafico.

Era giustificata quella lunga galoppata dei prezzi delle azioni? In gran parte certamente sì. Nei punti di frattura del progresso tecnico, quando le innovazioni montano e si rafforzano l'un l'altra creando nuove opportunità di profitto, è normale che i profitti - effettivi o sperati - si raggrumino in quei prezzi delle azioni che non sono altro che l'attualizzazione a oggi della corrente di profitti attesa per ogni azienda di qui all'eternità. Non c'è niente di lineare in questo processo: esso avanza per sbalzi improvvisi man mano che si rivelano queste occasioni di profitto. Un'impresa oggi vale cento e domani potrebbe valere mille, se nel frattempo la sua innovazione (tecnologica, manageriale, organizzativa...) viene creduta vincente. C'è una linearità, invece, come si vede dalla curva continuamente ascendente nel grafico, a livello del complesso dell'economia, dato che le innovazioni non si presentano tutte assieme: spesso una tira l'altra, oppure un'innovazione "vecchia" non viene riconosciuta sin quando non passa una certa soglia, oppure una speranza si rivela fallace e viene poi sostituita da altre. Questi alti e bassi si cancellano gli uni con gli altri e fanno sì che la curva che descrive le quotazioni del complesso delle imprese quotate - appunto, l'indice di Borsa - abbia un andamento meno frastagliato rispetto a quello della singola azione. E quell'andamento dell'indice, negli anni Venti, puntava decisamente verso l'alto.

Le bolle non nascono mai dal nulla. Anche quella dei Mari del Sud, se pur rasentava la truffa, aveva nondimeno dietro una possibilità di profitto: il commercio nei Mari del Sud non era probabile ma era possibile. E la bolla dei tardi anni Venti men che mai nasceva dal nulla. Aveva dietro di sé - come la bolla delle società Internet all'inizio del millennio successivo - una straordinaria stagione di progresso tecnico, una rivoluzionaria combina-

Fig. 8. 1929 e dintorni (indice Dow Jones, titoli industriali, valori giornalieri di chiusura)



Fonte: Dow Jones.

zione di tecnologie che stava trasformando i modi di produrre e i modi di consumare.

Ma, se le bolle non nascono dal nulla, purtroppo a un certo punto si nutrono del nulla. Acquistano vita propria e perdono le redini della realtà. Le quotazioni, che prima rappresentavano i profitti del presente e poi quelli attesi negli anni a venire, cominciano a scontare i profitti dell'aldilà; da certezze si fanno speranze, da speranze si fanno illusioni, e le illusioni si trasformano poi in un gioco cinico in cui tutti passano il "cerino acceso" sperando che sia l'altro a scottarsi, fino a che il crollo travolge tutti.

All'inizio del 1929, a guardare le cose col senno di poi, si sentiva già che qualcosa non andava. Il mercato era nervoso, vi era stato uno strappo a gennaio, il terzo in sette mesi. Il più famoso banchiere d'America, Amedeo Giannini (vedi p. 187, *Amedeo Giannini*), era preoccupato.

Giannini deprecava con i suoi collaboratori l'"isteria", come la chiamava, delle circolari che gli agenti di cambio mandavano ai loro clienti, piene di magniloquenti previsioni di future ric-

chezze, dei prospetti delle società che cercavano la quotazione pieni di promesse di crescita futura che erano solo auguri fatti a se stessi (allora la sollecitazione del pubblico risparmio non era regolamentata come adesso; comincerà a essere regolamentata, con la creazione della Securities and Exchange Commission, dopo la crisi, in uno dei più preclari storici esempi del "chiudere la stalla dopo che i buoi sono scappati").

Come banchiere, Giannini era anche preoccupato dell'aumento senza freno dei cosiddetti *caller loans*. Quando un privato comperava azioni, non doveva necessariamente avere tutto il capitale necessario. Abbiamo visto, nei capitoli precedenti, come uno degli ingredienti indispensabili di ogni crisi sia la "leva", la possibilità di moltiplicare le *chances* di guadagno (o di perdita) rispetto a ogni livello di esborso iniziale. Sia nel caso della Compagnia del Mississippi che in quello della Compagnia dei Mari del Sud, la leva usata era la possibilità di pagare solo una frazione del prezzo iniziale e poi di vendere queste "ricevute" lucrando l'aumento del prezzo intero dell'azione (un po' come se si fosse comprata - e poi rivenduta - un'opzione di tipo *call*). Nel 1929, invece, lo strumento preferito era il prestito (in una forma che esiste ancora oggi: in Italia è chiamato *riporto*): chi voleva comperare le azioni si rivolgeva all'agente di cambio, il quale gli procurava un prestito per un valore che andava fino all'80-90% dell'azione (in Italia difficilmente si va oltre il 50%, ma negli Stati Uniti ancor oggi si possono avere *caller loans* che coprono percentuali dell'investimento analoghe a quelle del 1929). Ebbene, nel 1929 questi prestiti erano andati aumentando a ritmi vertiginosi. Anche i tassi d'interesse, naturalmente, aumentavano, ma qualche punto in più di tasso non ha mai scoraggiato la speculazione, che può contare su ben altri guadagni: un aumento dell'1% di un'azione in un giorno è un fatto banale, e chi prende a prestito dei soldi per comperare quell'azione lo fa a cuor leggero: anche se dovesse pagare il 16% (che è il massimo tasso cui giunsero mai i *caller loans*), non sarebbe niente di fronte al guadagno. Bisognerebbe che il tasso sul *caller loan* giungesse al 3.700% per essere equivalente all'1% giornaliero, che era il "mosto" ricavato sperato dall'investimento.

Ebbene, questi *caller loans*, come detto, erano andati fortemente aumentando. E - tocchiamo qui un'altra fonte di fragilità

Tab. 1. *Prestiti a riporto, 1927-29 (in milioni di dollari)*

Data	Banche di New York	Banche fuori New York	Altri	Totale
31/12/1927	1.550	1.050	1.830	4.430
30/6/1928	1.080	960	2.860	4.900
31/12/1928	1.640	915	3.885	6.440
30/6/1929	1.360	665	5.045	7.070
4/10/1929	1.095	790	6.640	8.525
31/12/1929	1.200	460	2.450	4.110

FONTE: Federal Reserve Bank, *Banking and Monetary Statistics*, National Capital Press, Washington D.C. 1943.

in quegli anni di boom - non erano solo le banche che li concedevano. Erano anche le imprese. Perché le imprese?

La ragione è semplice. Perché si trattava di un modo facile e redditizio di impiegare soldi. La mentalità speculativa aveva afferrato l'America. Come oggi i giocatori dagli occhi vitrei negli immensi saloni di Las Vegas punteggiati di *slot machines*, come ieri gli italiani del "panino e listino" durante il boom di Borsa del 1986, così i piccoli e rampanti risparmiatori americani del '29 guardavano dalla tribuna del pubblico nel clangore delle contrattazioni il tabellone di Wall Street, aggiornato in continuazione da ragazze con le gonne corte, o, in giro per l'America, palpeggiavano ansiosi il nastro del *ticker* negli uffici dei broker, su cui scorrevano i prezzi trasmessi in continuazione per telegrafo da New York... E non erano solo i privati a cedere alla frenesia speculativa. No, questa mentalità aveva invischiato anche molte imprese, che preferivano impiegare le proprie disponibilità liquide in *caller loans*. Perché affannarsi a inventare "una migliore trappola per topi", come dicono gli americani, perché comperare con clienti e fornitori, con sindacati e burocrazia, quando si può ottenere un ottimo rendimento dai propri soldi dandoli in prestito a chi vuole comperare azioni? Perché rischiare i rigori dell'economia reale quando l'economia finanziaria offre facili possibilità di guadagno, senza impegno e senza rischio?

Senza rischio? Naturalmente, il rischio invece c'era. I *caller loans*, o *broker loans*, erano chiamati così perché potevano esse-

re "chiamati" indietro; erano garantiti dai titoli, ma, dato che venivano fatti fino al 90% del valore dei titoli, se il titolo sottostante andava giù di più del 10%, il prestito non era più coperto da una garanzia piena. Allora il prestatore poteva fare un *margin call*, una "chiamata del margine", e il prenditore doveva versare dei soldi per ricostituire il margine di garanzia. E se il prenditore non versava? Ovviamente, il prestatore rischiava di perdere i soldi prestati. Perché, allora, questi *caller loans* erano considerati senza rischio? Semplicemente perché da anni il mercato non faceva altro che salire. Nell'immaginario collettivo, era il paese di Bengodi. L'esperienza diceva che i periodici arretramenti erano sempre stati seguiti da una «novella lena» (come scrisse Dante in tutt'altro contesto!) e quindi gli inciampi non duravano molto perché erano considerati una "finestra di acquisto".

Questo elemento di fragilità nel boom era quindi un decadimento della fibra morale nell'economia: guadagni facili, soldi senza fatica, fondi distolti dalla produzione alla finanza, dalla lamiera alla carta... Torna alla mente quanto John Law aveva scritto due secoli prima ad Amedeo di Savoia: le lotterie pubbliche (e che cos'è il gioco speculativo di Borsa se non una forma di lotteria pubblica?) «danneggiano il popolo, sottraggono le piccole somme che la gente guadagna lavorando duramente, rendono gli uomini insoddisfatti della loro sorte e danno loro la speranza di diventare ricchi con l'azzardo e la fortuna». Con l'aggravante che a essere distolti dal duro lavoro non erano solo i lavoratori ma anche gli imprenditori... Nella *Teoria generale* che Keynes scrisse negli anni Trenta, queste parole forse devono molto alla folle speculazione dei tardi anni Venti: «Gli speculatori sono innocui se sono bolle sulla corrente costante dell'intrapresa. Ma le cose si fanno serie quando è l'imprendere che diventa una bolla su un gorgo di speculazione. Quando l'espansione del capitale di un Paese diventa il sottoprodotto delle attività di un casinò, il compito dello sviluppo viene svolto male».

Come si vede dalla tab. 1, già a metà del 1928 la maggioranza dei *caller loans* erano concessi da "altri", da non-banche, che nella fattispecie erano altre società finanziarie e imprese commerciali o industriali. Pochi giorni prima del crollo, questi "altri" erano giunti a fornire quasi l'80% dei *caller loans* (che a loro volta avevano toccato nel totale l'insuaita cifra di 8 miliardi e

mezzo di dollari) e fu solo dopo la crisi che i *caller loans* degli "altri" si inaridirono mentre furono le banche di New York (spinte dalla Federal Reserve, preoccupata per la tenuta del sistema finanziario) ad aumentare di nuovo i prestiti.

Oggi giorno, almeno in America, si calcola che circa la metà della popolazione è legata, direttamente o indirettamente (tramite fondi d'investimento o fondi pensione), all'andamento della Borsa. Allora, malgrado il rumore dei *media* e il colore delle cronache finanziarie, la percentuale era molto minore. Su una popolazione di poco più di 100 milioni di abitanti, coloro che possedevano azioni, secondo una stima del Tesoro americano di allora, erano fra 4 e 7 milioni: quindi, circa 1 americano adulto su 10 era "invischiato" nel mercato azionario. Ma Wall Street faceva in ogni caso notizia, era diventata il termometro e il polso dell'economia e non solo dell'economia ma della "voglia di star bene" della società intera. Il settimanale popolare dell'epoca, il «Saturday Evening Post» (una specie di «Domenica del Corriere» americana) pubblicò all'inizio del 1929 una poesia:

Oh, hush thee, my babe, granny's bought some more shares,
Daddy's gone out to play with the bulls and the bears,
Mother's buying on tips, she simply can't lose,
And baby shall have some expensive new shoes!

(Fai la nanna, bambino, la nonna ha comprato altre azioni, papà è uscito a giocare con gli orsi e coi tori, a mamma han soffiato una "dritta", non può perdere, e il bimbo avrà delle belle scarpe nuove!)

Anche il modo di speculare rifletteva quell'ottimismo tecnologico che pervadeva la società: abbiamo detto come il *ticker* fosse ampiamente disponibile nell'America intera, e in ogni caso bastava una telefonata locale per avere qualsiasi quotazione. Per l'investitore che voleva essere in presa diretta col mercato, non c'erano problemi. Anche chi viaggiava riusciva a non assentarsi dalle compravendite: i transatlantici avevano installato degli uffici di "brokeraggio". Come ricorda John Kenneth Galbraith (in *The Great Crash*), il 17 agosto del 1929 il *Leviathan* e l'*Île de France* partirono perfettamente equipaggiati per la speculazione in al-

to mare. Irving Berlin, il famoso compositore russo-americano, fu uno dei primi clienti delle transazioni oceaniche: vendette 1.000 azioni della Paramount a 72 (ottima mossa: non molto tempo dopo le azioni scesero verso lo zero e la società fallì).

Il 17 agosto mancavano diciassette giorni al 3 settembre: e il 3 settembre fu il giorno del massimo. L'indice Dow Jones chiuse a quota 524,52: un livello che sarebbe stato superato di nuovo solo 25 anni dopo, il 23 novembre del 1954!

Ma allora, nessuno sapeva... L'umore della nazione era ottimo: il presidente Herbert Hoover (vedi p. 188, *Herbert Hoover*) aveva dichiarato che l'America era in forma eccellente. Gli unici preoccupati erano i "soliti guastafeste": i banchieri centrali.

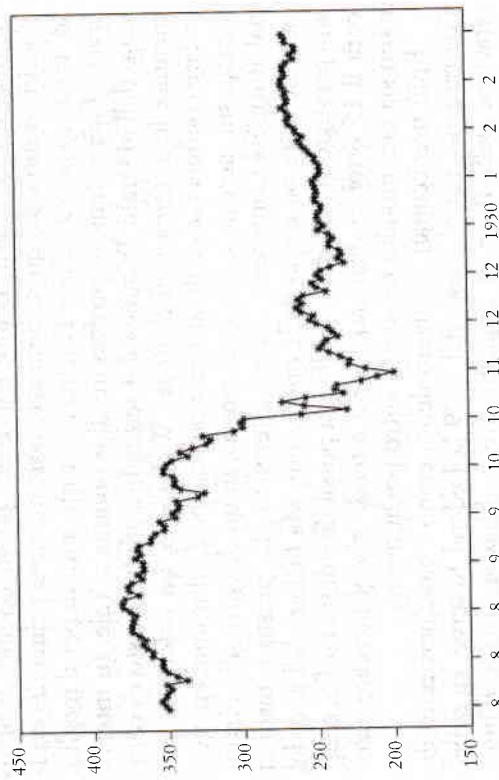
Fu negli anni Sessanta che un presidente della Federal Reserve, William McChesney Martin, osservò che il ruolo del banchiere centrale è quello di «portar via il carrello dei liquori quando il party comincia a scaldarsi troppo». E non ci sono dubbi che nel 1929 – e da molto prima dell'inizio dell'anno – il party si era fatto sfrenato. Le crisi finanziarie che abbiamo visto in precedenza erano, tutto sommato, delle crisi "ingenue", delle crisi fondate su una spirale esaltata di speculazione, costruita su un granello originale di razionalità (le ricchezze del Mississippi o dei Mari del Sud) che veniva spazzato via da prezzi che trovavano solo in se stessi le ragioni di crescere. La crisi del 1929 fu invece una crisi più sofisticata, nel senso che aveva dietro, come detto prima, una marea di prodotti nuovi e di innovazioni di processo che giustificavano l'entusiasmo per una "rivoluzione" nei modi di produzione e di consumo. Quel che avrebbe tradito poi gli eccessivi entusiasmi fu una lezione che la storia economica non si stanca d'insegnare e che gli speculatori non si stancano di dimenticare: che i frutti dell'innovazione non vanno necessariamente ai produttori, che la concorrenza si incarica di limare i profitti e che i frutti delle scoperte, delle invenzioni, dei nuovi metodi di organizzare il lavoro, distribuire, vendere, finiscono per beneficiare tutti attraverso prezzi più bassi e prodotti migliori. La ricchezza dell'innovazione, insomma, non finisce in Borsa ma si diffonde, come benefica rugiada, su tutta l'economia.

La crisi del 1929, abbiamo detto, fu una crisi "sofisticata", sia nel senso che riposava su una corrente profonda di rinnovamento del tessuto produttivo, sia nel senso che veniva fatta oggetto,

nei suoi prodromi e nel suo svolgimento, di sofisticati commenti. Insigni economisti, grandi banchieri, posati uomini di Stato pontificavano sulle quotazioni azionarie nei mesi prima del crollo, rassicurando il colto e l'inclita che tutto andava per il meglio. Irving Fisher, famoso professore di economia a Yale, fu intervistato dall'«Herald Tribune» il 4 settembre: gli fu chiesto di commentare le affermazioni di Roger W. Babson, un colorito e popolare commentatore di fatti economici, che da due anni era pessimista sul mercato e che quel giorno, in un discorso alla National Business Conference, aveva affermato che presto o tardi ci sarebbe stato un crollo delle quotazioni. Ma Fisher, dall'alto del suo prestigio accademico, esclude la possibilità di un crollo, e ancora il 15 ottobre dichiarava: «Mi attendo che il mercato azionario sia ben più alto di adesso entro pochi mesi».

I più preoccupati, abbiamo detto, erano i banchieri centrali. Già un paio d'anni prima del 1929 la Federal Reserve, su sollecitazione della Bank of England, aveva abbassato i tassi d'interesse in America. Fu qualche cosa che la banca centrale americana fece malvolentieri. Non c'erano ragioni interne per abbassare i tassi: l'economia andava bene e la Borsa si gonfiava; semmai, c'erano ragioni per alzarli. Ma internazionalmente c'era un problema. L'oro europeo affluiva in America e l'Europa – e specialmente Londra – non era contenta. Il governatore della Bank of England, Montague Norman, aveva chiesto agli americani di abbassare i tassi in modo da scoraggiare l'arrivo dei capitali, e gli americani, nel 1927, avevano alfine acconsentito. Era una buona azione di collaborazione internazionale, ma né la Federal Reserve di Washington (dove sedeva il *Board*) né la Federal Reserve di New York (che era spesso in disaccordo col *Board* e che era come adesso il braccio operativo della Fed ma che, a differenza di adesso, era dotata di una grande autonomia) dormivano sonni tranquilli. Wall Street continuava a gonfiarsi come un rospo che ingollava aria, i *caller loans* continuavano a lievitare e i loro tassi salivano. A febbraio del 1929, quando il presidente Calvin Coolidge si apprestava a lasciare la Casa Bianca (al presidente entrante Herbert Hoover), il presidente della Federal Reserve Roy Young dichiarò che se le banche non moderavano la concessione di *brokers' loans*, sarebbe stato costretto a intervenire. Ma le banche, a differenza della monaca di Monza, "non risposero" ...

Fig. 9. Indice Dow Jones (agosto 1929-febbraio 1930)



FONTE: Dow Jones.

Anzi, Charles Mitchell, il presidente della National City Bank (che, come poi si venne a sapere, era pesantemente esposto a Wall Street), dichiarò che se la Fed avesse cercato di restringere i *brokers' loans*, la sua banca avrebbe prestato 25 milioni di dollari agli operatori (Mitchell era anche uno dei direttori della Federal Reserve di New York), e un professore di economia di Princeton, Joseph Stagg Lawrence, applaudì le parole di Mitchell, stigmatizzò le «incursioni punitive» di Young e auspicò perfino una «secessione» della Federal Reserve newyorchese dal *Federal Reserve System*.

Alfine, a Washington, il *Board* della Fed decise nell'agosto del 1929 che bisognava dare un segnale e alzò il tasso di sconto al 6%. Questa misura restrittiva era volta a calmare le acque spumose della Borsa, ma a livello internazionale riapriva il problema di prima. Adesso i capitali esteri avevano una ragione in più per affluire in America, e Montague Norman era così preoccupato che esprime il timore che l'Inghilterra potesse essere forzata ad abbandonare la convertibilità della sterlina in oro. Il 26 settem-

bre 1929 la Bank of England alzò anch'essa, dal 5,5 al 6,5%, il tasso di sconto.

E intanto, che cosa succedeva nell'economia reale? Si pensa spesso che il crollo di Wall Street abbia traboccato nell'economia della lamiera, che la crisi finanziaria abbia portato alla crisi reale. Ma la verità è che l'economia perdeva colpi già prima del famoso ottobre del 1929. Guardando col senno di poi alla sinusoide del ciclo, il punto di svolta si può situare a metà del 1929. Già a marzo le costruzioni avevano dato segni di cedimento, e marzo rimase il picco della produzione di automobili (queste passarono da 622.000 unità in marzo a 416.000 in settembre, quando il Dow Jones toccò il massimo). E da giugno l'indice complessivo della produzione industriale aveva cominciato a calare.

Fra segnali dell'economia reale, tensioni nei flussi internazionali di capitale, aumenti del costo del danaro e moniti sull'elasticità dei prezzi di Borsa, molti ramoscelli secchi si andavano affastellando su Wall Street. Bastava una scintilla...

□ *Amedeo Giannini* Amedeo Pietro Giannini è stato forse la figura di maggior successo dell'emigrazione italiana negli Stati Uniti. Figlio di immigrati genovesi, Giannini era entrato nel mondo del lavoro come venditore ambulante, cosa che gli aveva permesso di conoscere da vicino i bisogni e il modo di ragionare di una formicolante comunità di immigrati a San Francisco.

La banca che creò, la Bank of Italy, prestava soprattutto soldi alla comunità italiana e ad altre piccole imprese. Il suo anticonformismo gli consentì di pubblicizzare e allargare il mercato della sua banca in maniere anche stravaganti.

Giannini era già un finanziere affermato, quando un terribile terremoto, seguito da un incendio, devastò la città di San Francisco, nel 1906. In questo scenario apocalittico, Giannini decise di rispolverare il suo vecchio mestiere di venditore ambulante e si avviò tra le macerie dei quartieri più poveri, quelli abitati dagli emigrati italiani, con due carretti pieni di arance. Arrivato al molo del porto, in pochi minuti attrezzò un ufficio ambulante, iniziando attività bancarie e creditizie in favore di chi si fermava a chiedere soldi. La sua iniziativa fece in brevissimo tempo il giro della metropoli americana, soprattutto tra gli italiani. Giannini distribuì prestiti e anticipi ai propri disperati clienti, che egli conosceva personalmente uno a uno, e aprì nuovi conti e depositi di risparmio ai numerosi agricoltori, artigiani e pescatori sopravvissuti all'immane catastrofe, mentre gli altri grandi istituti californiani rimasero paralizzati nella valutazione dei propri danni.

L'atteggiamento e l'intraprendenza di Giannini segnarono gli usi della comunità italiana di San Francisco. Tradizionalmente diffidenti verso qualsiasi forma di risparmio bancario, gli immigrati italiani della California abbandonavano le proprie ritrosie portando al "loro" banchiere i propri risparmi, anche in oro, accuratamente stipati nei materassi, nei barattoli di latta, nelle calze, e contribuendo, così, alla ricostruzione della grande città americana. La Bank of Italy, che nel frattempo aveva cambiato nome in Bank of America, aumentò esponenzialmente il volume dei suoi affari, entrando poi nella grande finanza e diventando l'istituto di credito più grosso del mondo negli anni a cavallo tra le due guerre.

Giannini continuò a mettere al centro dei suoi interessi la comunità italiana: i direttori di filiali, i cassieri, il personale erano tutti italiani e le famiglie immigrate avevano una rappresentanza nella direzione dell'istituto. Durante la seconda guerra mondiale, Giannini si impegnò per evitare che lo Stato della California confiscasse agli italiani non naturalizzati tutte le licenze d'affari e professionali.

□ *Herbert Hoover* Herbert Clark Hoover è passato alla storia soprattutto per essere stato il presidente della Grande Depressione. Nato in Iowa nel 1874 da un maniscalco quacchero, si iscrisse alla Stanford University nell'anno della sua apertura, il 1891, e si laureò in ingegneria mineraria. Sempre alla Stanford conobbe la sua futura moglie, Lou Henry, con cui si trasferì in Cina per lavorare come ingegnere. Nel 1900, a Tientsin, la coppia rimase bloccata dalla ribellione dei Boxer (una rivolta di un gruppo nazionalista cinese contro le legazioni occidentali): la moglie prestò servizio negli ospedali mentre Hoover si rendeva utile dirigendo la costruzione delle barricate.

Quattordici anni dopo, Hoover fu sorpreso a Londra dallo scoppio della prima guerra mondiale: su richiesta del console americano, si incaricò del rimpatrio dei suoi connazionali. Quando gli Stati Uniti entrarono in guerra, diresse con abilità la Food Administration e, finita la guerra, organizzò spedizioni di derrate alimentari nell'Europa affamata e perfino nella Russia sovietica, nonostante le critiche di chi gli rimproverava di aiutare il bolscevismo. Dopo aver ricoperto incarichi di governo, Hoover arrivò al culmine della sua carriera con l'elezione a presidente nel 1928. Al momento di entrare in carica disse: «Oggi, in America, siamo più vicini al trionfo finale sulla povertà di quanto nessun Paese lo sia stato nel corso della storia». Nel giro di pochi mesi, questa previsione fu clamorosamente smentita dai fatti. Il mercato azionario subì il più spaventoso tracollo della storia, trascinando la nazione in una pesante crisi di fiducia.

Hoover cercò di reagire applicando misure economiche liberiste, come nella tradizione del partito repubblicano: un modesto taglio del-

le tasse, ma sempre mirando a mantenere il bilancio in pareggio. Tutti i suoi tentativi fallirono e la crisi si aggravò sempre di più, creando intorno a Hoover un diffuso clima di sfiducia e scoraggiamento. Non aiutò ad accrescere la sua popolarità anche l'affermazione di Hoover secondo cui l'assistenza a coloro che soffrivano fame e freddo non dovesse essere responsabilità dello Stato, ma delle amministrazioni locali e delle associazioni di beneficenza; al tempo stesso, le feste della Casa Bianca erano faraoniche, fino a 4.000 invitati... In queste condizioni, alle elezioni presidenziali del 1932, Hoover non ebbe scampo e venne travolto dal candidato democratico Franklin Delano Roosevelt.

Da giovedì a martedì

Qualcuno disse: «Fu tutta colpa di Churchill...». Cosa c'entrava il povero Churchill? Beh, possiamo menzionare, come si dice, una "causa remota" e una "causa prossima". La causa remota fu nel fatto che nel 1925 Winston Churchill (vedi p. 201, *Churchill e la speculazione*), cancelliere dello Scacchiere nel gabinetto Baldwin, aveva riportato la sterlina nel *Gold Standard* alla parità d'anteguerra, perché, come disse, bisognava restaurare «i vecchi valori». Ma questa nostalgia di potenza fu pagata con una parità irrealistica. Come detto in precedenza, nel frattempo i prezzi in Inghilterra erano aumentati più che altrove e tornare alla vecchia parità rendeva le merci inglesi meno competitive. Questa decisione sbagliata iniettò una dose di instabilità nel sistema monetario internazionale, portò a deficit commerciali, fuoriuscite d'oro dall'Inghilterra e pressioni sulla Federal Reserve perché allentasse la sua politica monetaria, il che alimentò il boom di Borsa in America e creò le premesse perché quel che si era forsenatamente impennato precipitosamente poi discendesse... Insomma, fu colpa di Churchill!

La catena causale è un po' lunga e alcuni anelli della catena sono discutibili. Ma, incalza l'accusa, c'è anche la "causa prossima". E quella è incontrovertibile: Churchill era lì! Lì dove? Proprio lì: il giorno del crollo di Wall Street Churchill era nella galateria riservata al pubblico e guardava quel mare di umanità sudaticcia, trafelata e angosciata che consumava uno dei drammi del secolo. In effetti, Churchill era mezzo americano: la madre

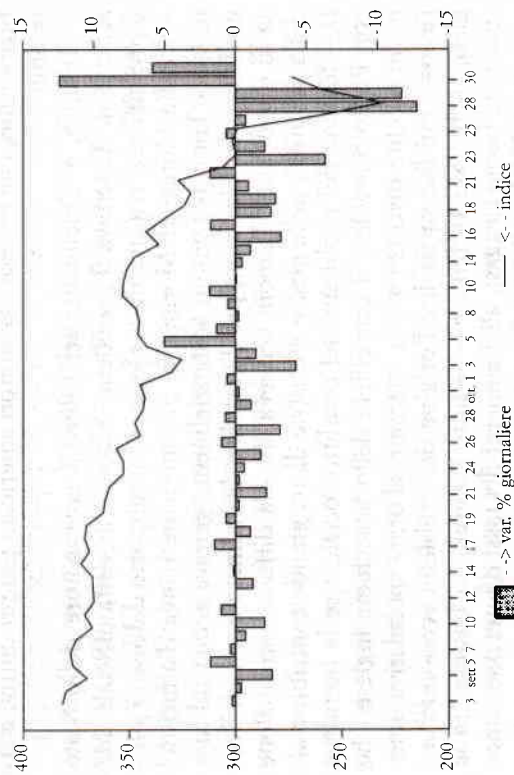
era americana e Churchill era un sincero ammiratore dell'America. Un'ammirazione certamente oliata anche dal fatto che quel viaggio del 1929, intrapreso per promuovere, negli Stati Uniti e in Canada, i suoi scritti (allora guadagnava di più con i diritti d'autore di quanto avesse mai guadagnato come ministro), gli aveva portato molte soddisfazioni, di prestigio e finanziarie (almeno fino al giorno del crollo!).

Sappiamo, dalle lettere che Churchill inviava alla moglie Clemmie, di tutti i suoi "assaggi" in Borsa. All'inizio di ottobre aveva comperato azioni della Simmons, una società di materassi il cui slogan («Non potete sbagliare con un materasso Simmons») gli era piaciuto. «Ho guadagnato 1.000 sterline sulla Simmons», scrisse lo statista alla moglie. Aveva fatto appena in tempo, perché il 19 ottobre il mercato cominciò a "rompere".

Le azioni della Simmons calarono di 11 punti: Churchill aveva venduto appena in tempo... Come si vede dalla fig. 10, la caduta, del 2,8%, non fu fortissima, ma veniva dopo un periodo di cedimento strisciante (ricordiamo che il massimo dell'indice fu registrato il 3 settembre). Intanto, cominciavano a fioccare i *marginal calls*, le "chiamate del margine", le richieste di rientro da parte di chi - banche e non banche - aveva prestato soldi a chi comperava azioni e chiedeva di ricostituire il margine, eroso dalla discesa dei prezzi. Tutto questo, oltre ovviamente a innervosire il mercato americano, innervosiva anche quelli stranieri. Il malumore, ad esempio, aveva investito anche la Borsa di Parigi, e la stampa francese era piena di attacchi contro Wall Street; ma non, come si potrebbe pensare, nel senso che gli eccessi passati di Wall Street venivano fatti pagare anche in Europa per il contagio del pessimismo; no, i lamenti erano dovuti al fatto che non c'erano soldi per investire in Borsa in Francia perché i capitali, anche quelli francesi, erano andati a investire in *caller loans* sul mercato americano.

Il 19 ottobre 1929 era un sabato. Quando il mercato riaprì, lunedì 21, le quotazioni arretrarono ancora un poco. I giornalisti chiesero al presidente Hoover un parere sul mercato, ma Hoover si schermì con un «aspettiamo e vediamo». Sia il presidente che molte altre celebrità erano a Detroit, nel sobborgo di Dearborn, all'inaugurazione dell'*American Village*, un progetto-sogno di Henry Ford, che aveva voluto ricreare il microcosmo dell'A-

Fig. 10. *Indice Dow Jones (settembre-ottobre 1929)*



FONTE: elaborazioni su dati Dow Jones.

merica: vi era stato trasportato un intero edificio di Logan County, nell'Illinois, dove Abraham Lincoln aveva fatto i suoi primi passi da avvocato; poi c'era il laboratorio di Thomas Edison, sradicato dal New Jersey; e lo stesso ottantaduenne Edison avrebbe ripetuto l'esperimento della lampadina a incandescenza... I giornalisti chiesero a Henry Ford, che credeva nella reincarnazione, se ancora pensasse che in una vita precedente era stato Leonardo da Vinci; e Ford rispose che no, ora era convinto che era stato il re Mida... Insomma, l'umore dell'America, autocelebrativo e scherzoso, era eccellente.

Il giorno dopo, martedì 22, il mercato si riprese. Il banchiere Charles Mitchell aveva dichiarato alla stampa che la recente debolezza era andata troppo in là e che molti prezzi erano al di sotto del vero valore delle azioni; inoltre, si dichiarò totalmente d'accordo con quanto il distinto professore Irving Fisher aveva detto il giorno prima: il mercato si era semplicemente sbarazzato di «qualche frangia lunatica» e «il prezzo delle azioni non aveva ancora raggiunto il loro reale valore»; infine, aveva aggiunto l'eco-

nomista, il mercato «non riflette ancora i benefici effetti del Proibizionismo, che ha reso i lavoratori americani più produttivi e affidabili!»

Intanto, a Cincinnati, nell'Ohio, il governatore dello Stato aspettava. Aspettava il presidente Hoover, in visita ufficiale. Ma il presidente si era attardato a leggere un rapporto del *Senior partner* della House of Morgan, la più influente banca d'affari del mondo. Thomas Lamont sostanzialmente gettava acqua sul fuoco delle preoccupazioni per il grande e disordinato boom di Borsa di quegli anni. Lamont scriveva che «la diffusa distribuzione della proprietà delle nostre industrie dà un grande contributo alla soluzione del problema del conflitto sociale»; se la prendeva con Philip Snowden, il cancelliere dello Scacchiere inglese, che in un recente discorso aveva attaccato «l'orgia speculativa americana», cui faceva risalire l'origine dei problemi economici inglesi; dichiarava di temere - sempre Lamont - i bastoni fra le ruote del boom (leggasi, altri aumenti dei tassi d'interesse o moniti allarmistici), che avrebbero compromesso un meccanismo economico e finanziario «che sembra ben funzionare, per il più gran bene del popolo, e per una proporzione più grande del popolo che mai si fosse dato prima, nella storia di questa o di qualsiasi altra nazione»; e concludeva: «Il futuro appare brillante. È questo futuro che il mercato azionario ha scontato [...] abbiamo la più grande e solida prosperità, e le migliori prospettive materiali di qualsiasi altro Paese al mondo».

Il giorno dopo, mercoledì 23, la Borsa di Wall Street perse il 6,3%. E partirono altre «chiamate al margine». William Crawford, il direttore operativo della Borsa, aveva il potere di fermare tutto: battendo il martelletto sul gong, l'attività frenetica lasciava il posto a una pausa, necessaria di tanto in tanto per smaltire l'arretrato, quando la quantità delle contrattazioni aveva sopravanzato la capacità del sistema di registrare i prezzi (allora non c'erano i computer...). E il gong avrebbe arrestato il dire e il fare di 1.145 telefoniste, 500 fattorini, 280 addetti alla posta pneumatica, 80 addetti agli scambi sulle obbligazioni e 200 agli «specialisti», cioè a quelle «isole» dedicate alle società siderurgiche o alla RCA (Radio Corporation of America, una delle azioni più «calde» nei lunghi anni del boom) o alle società automobilistiche... E il martelletto fu usato più di una volta, dato che il nu-

mero di azioni trattate - 6.374.690 - fu il secondo più alto della storia.

Il giorno dopo, giovedì 24 - il giorno che passerà alla storia come il «giovedì nero» -, la folla degli investitori si ammassò già dalla mattina presto a Wall Street. *I margin calls* significavano per molti la rovina, c'era un odore di sogni infranti, si addensavano le voci più disperate: la House of Morgan sarebbe venuta in soccorso al mercato, il presidente sarebbe intervenuto... Jesse Livermore, un famoso e spietato speculatore al ribasso, il 24 ottobre del 1907 aveva guadagnato molti soldi vendendo allo scoperto. Oggi, in un altro 24 ottobre, la storia si ripeteva, e Livermore, nel suo ufficio segreto (la locazione era tenuta nascosta perché molte lettere anonime avevano minacciato la morte allo speculatore al ribasso), soppesava il da farsi...

Alle 10 il sovraintendente Crawford (che era stato informato della presenza di Winston Churchill nella galleria del pubblico) suonò il gong. I primi minuti soffiavano sul fuoco della speranza: le prime azioni trattate segnavano significativi rialzi; ma già alle 10,25 il vento cambiò. La General Motors perse 80 centesimi e dai banchi dei telefoni gli ordini arrivavano sempre più spesso con la frase della disperazione: «Vendere a mercato...». Le linee telefoniche erano ormai congestionate, tutto il sistema di comunicazioni di Wall Street si piegava come un albero investito da un uragano. Ma non erano solo le macchine a non farcela. Nel ballamme del salone centrale c'erano scene dantesche: «quivi sospiri e pianti ed alti guai, risonavano per l'aere senza stelle [...] parole di dolore, accenti d'ira, voci alte e fioche e suon di man con elle...». Un uomo grasso e sudato divenne incoerente e fu portato via a braccia, il galateo della Borsa - vietato correre, imprecare e non indossare la giacca - era per la prima volta completamente ignorato. A 500 miglia di distanza, nell'Atlantico, sul *Berengaria*, un transatlantico delle Cunard Lines diretto a New York, una folia era ammassata attorno all'ufficio dell'agente di Borsa. Le notizie di un mercato che crollava venivano rimbalzate dal primo all'ultimo del gruppo - Westinghouse è giù di 20 dollari, General Electric di 25... - e gli ordini di vendita venivano urlati con disperazione. Helena Rubinstein, una delle donne più ricche d'America, diede l'ordine più grosso che mai l'agente di cambio marittimo avesse visto: «Vendere 50.000 Westinghouse a mercato».

L'ordine fu eseguito a 168 dollari (nell'ultima ora il prezzo era già calato da 190 a 173) ed Helena Rubinstein registrò con calma sul suo calepino una perdita di 1 milione di dollari.

Alle 12,20 a Wall Street la folla s'ingrossava. Molti erano attirati verso la House of Morgan, che veniva vista come un'ancora di salvezza, come la sola istituzione capace di fare da baluardo (come già successe in occasione del panico del 1907). Gli uscieri in livrea dovettero essere aiutati da una squadra di poliziotti per tenere a bada gli inquieti. Intanto, uno scamiato Charles Mitchell fu visto entrare nella banca. Le voci di un intervento a sostegno del mercato si accavallavano. E in effetti nel grande salone della banca, in un angolo dove c'era la scrivania di Thomas Lamont (nella Morgan si praticava già da allora l'architettura dell'*open space*), erano riuniti i "potenti della terra" (o, almeno, della finanza americana; il che, secondo molti, era lo stesso.); oltre a Mitchell e a Lamont, c'erano Albert Wiggin, della Chase National Bank, William Potter, del Guaranty Trust, e Seward Prosser, del Bankers Trust. I banchieri non persero tempo. Come si seppe dopo, e come la folla sperava, fu preparata una rete di sicurezza.

Alle 13,30 il presidente della Borsa, Richard Whitney, scese nel salone delle contrattazioni; passando dall'una all'altra isola, diede massicci ordini di acquisto. Un applauso spontaneo rimbombò per l'immenso salone: erano "arrivati i nostri"! Quando la Borsa chiuse, alle 15, ci volle tempo per fare i conti: più di 12 milioni di azioni - un record assoluto - erano state scambiate. E il mercato aveva perso un altro 2,1%, ma avrebbe perso molto di più se il crollo dei prezzi non fosse stato contenuto dall'intervento dei banchieri.

Thomas Lamont, dopo la chiusura del mercato, fece qualcosa che, a memoria d'uomo, la Morgan non aveva mai fatto: convocò una conferenza stampa. C'è stata qualche difficoltà oggi sul mercato, disse Lamont, ma sono problemi tecnici, gli agenti di cambio dicono che i margini sono mantenuti... Queste mie late rassicurazioni furono echeggiate in serata da una dichiarazione congiunta dei 35 più grossi intermediari, che intonarono: «Il mercato è fondamentalmente sano... il peggio è passato».

Il giorno dopo, venerdì 25 ottobre 1929, i soci della Morgan arrivarono in ufficio, al n. 23 di Wall Street; e furono alquanto

imbarazzati nel ricevere gli applausi di una piccola folla. Il mercato aprì tranquillo, come Evangeline Adams (vedi p. 202, *Evangeline Adams, l'astrologa di Wall Street*) aveva predetto, e chiuse nel pomeriggio con un modesto rialzo.

I banchieri si erano riuniti ancora, ma non avevano emesso alcun comunicato: nessuna nuova, buona nuova, devono aver pensato molti... Invece, il presidente Hoover, conscio del fatto che un buon presidente deve guidare e orientare il popolo, dichiarò solennemente: «L'attività fondamentale del Paese, cioè la produzione e la distribuzione, riposa su basi solide e prospere». Il presidente della Bethlehem Steel, Charles Schwab, non vedeva alcuna ragione che impedisse alla prosperità di continuare «indefinitamente». Il crollo di giovedì non preoccupava il presidente della General Motors Alfred Sloan, che anzi lo definì «salutare». Ma, in mezzo a tutte queste parole rassicuranti, serpeggiavano, nel mondo bancario, altre preoccupazioni. Amedeo Giannini decideva di abbassare la percentuale del valore dei titoli che poteva essere coperta dai *brokers' loans*. E le banche "di fuori" (quelle non di New York) chiamavano indietro i prestiti a riporto. Il "vuoto" fu colmato dalle banche newyorchesi, che si sostituivano a quelle di fuori. I *brokers' loans* costavano molto meno, solo il 6%, e questa sembrò a molti una buona cosa, mentre era la semplice conseguenza di una mancanza di domanda, una poca voglia di comprare che fra non molto avrebbe mostrato a tutti che dopotutto "il re era nudo".

Di sabato, come si è detto, Wall Street era aperta, ma a "mezzo servizio": il periodo di contrattazioni era di sole due ore e i prezzi quasi non si mossero, perdendo solo quel poco che avevano guadagnato il giorno prima.

Domenica 27 ottobre: chi vada oggi a Wall Street la domenica, la trova praticamente deserta, e solo i turisti la frequentano nella buona stagione. La stessa cosa succedeva solitamente in quegli anni. Ma il "solitamente" non si poteva certo applicare al 27 ottobre del 1929: la ferita era troppo recente, e Wall Street era densa di gente e di traffico. La nera chiesa all'inizio della via, la Trinity Church, era piena, e non è difficile immaginare che la precaria situazione del mercato potesse avere qualche posto fra le preghiere dei fedeli. Ma il mercato - quello della lamiera, dell'intrapresa, dell'innovazione... - non si fermava: quando, dopo mezzogiorno, gli

autobus dei turisti arrivarono, un'anima intraprendente aveva pronti, a 50 centesimi, pezzi del nastro di carta, il *ticker* di giovedì, che testimoniava i tragici momenti in cui, «*ladies and gentlemen*, milioni e milioni di dollari sono stati persi!».

Lunedì 28 ottobre: la giornata si aprì in mezzo a voci ottimistiche, che sarebbero state ben presto smentite dai fatti. Gli ottimisti basavano la loro fiducia sulla "prova di forza" dei banchieri - House of Morgan in testa - che giovedì avevano fatto invertire la rotta del mercato, stratonandolo con massicci ordini di acquisto. Ma quel che gli ottimisti non capivano era che l'intervento non era volto a far aumentare i prezzi: era volto a non farli diminuire. Era una strategia difensiva, non aggressiva, intesa principalmente a evitare una "capitolazione" del mercato, a evitare dei "vuoti d'aria" quali si erano in effetti dati in molte occasioni in quel terribile giovedì. Uno dei misteri del mercato azionario - osserverà un giorno John Kenneth Galbraith - è il fatto che per ogni venditore si trova sempre un compratore; ma vi furono dei momenti in quel giorno (e, come vedremo, non solo in quel giorno) in cui di fronte a un'offerta di vendita non si trovava alcun acquirente, a qualsiasi prezzo. In questi casi si verificava quello che gli economisti chiamano un "fallimento del mercato"; ed erano situazioni di questo tipo che i banchieri avevano deciso di evitare.

Alle 10 in punto, come al solito, il martelletto di William Crawford, dall'alto del podio, colpì il gong che dava inizio alle contrattazioni. E cominciò la sarabanda. Crawford non aveva quasi avuto tempo di scendere dal podio che i prezzi cominciarono a scendere, con passo meno misurato di quello di Crawford. Alle 10,30 US Steel aveva sfondato (precisiamo: verso il basso...) la barriera psicologica dei 200 dollari. Il ricordo del "giovedì nero" annodava lo stomaco degli operatori... Alle 13 il *ticker* era in ritardo di 90 minuti, tale era la mole delle compravendite. Ma le agenzie di stampa (l'Associated Press e la United Press International, a pochi secondi una dall'altra) riportarono che Charles Mitchell era stato visto entrare al 23 di Wall Street. La speranza risorgeva: si stava preparando un altro "pronto soccorso"? Come si seppe dopo, Mitchell era andato dalla Morgan per farsi aiutare (farsi dare un finanziamento per sostenere le azioni della propria banca) e non per aiutare il mercato. Ma ci doveva essere an-

che qualcosa d'altro, perché dopo un agente che di solito lavorava per la Morgan fu visto comprare azioni della US Steel. Di nuovo, tuttavia, l'ottimismo fu di breve durata. Di nuovo, gli operatori avevano scambiato i desideri per la realtà, e non avevano capito che una banca come la Morgan, se interveniva, non lo faceva per cambiare la direzione del mercato ma solo per smusare le punte: evitare la rotta e limitarla a una ritirata. Ma la rotta ci fu: il mercato cadde del 12,8%. Nell'ultima ora, si scambiarono 3 milioni di azioni, e il conto finale fu di 9 milioni e passa: meno che nel precedente "giovedì nero", ma molto in alto nel libro dei record. E il 12,8% di crollo era un record, era la più forte caduta giornaliera dei prezzi nella storia del New York Stock Exchange.

No, il giovedì "nero" non era stata un'aberrazione. No, il mercato non era «fondamentalmente sano». No, non era vero che «il peggio è passato». No, l'economia non riposava su «basi solide e prospere». Sì, ormai l'elica roteante della speculazione girava nell'altro senso, gli investitori si affollavano alle uscite, le quotazioni, che prima salivano perché ieri erano salite, oggi scendevano perché ieri erano scese: gli ultimi minuti di frenetiche vendite avevano ormai segnato l'apertura del giorno dopo. Al "lunedì nero" stava per succedere il "martedì nero".

Martedì 29 ottobre 1929: la mattina alle 6, sul nastro che riportava le notizie (sarebbero dovuti passare molti decenni prima che il *ticker* venisse sostituito da uno schermo...), la Casa Bianca annunciò che l'indomani il presidente Hoover avrebbe presenziato a un funerale; a Tokio l'imperatore Hirohito si dichiarava rattristato dalla morte di un contadino che si era gettato sotto il dorato cocchio reale; Stalin si dichiarava sicuro che il comunismo avrebbe conquistato il mondo; e in Albania il re Zog aveva fatto mettere in prigione una delegazione che si era recata da lui per protestare contro le precarie condizioni dell'economia albanese... Nessuna delle notizie, come si vede, era particolarmente incoraggiante.

Ma se molti si rodevano le unghie, altri si davano da fare. Michael Levine era a capo di una società di servizi che ungeva silenziosamente le rotelle dell'immensa macchina di Wall Street. La sua squadra di 2.000 fattorini era essenziale per portare documenti da una parte all'altra di Manhattan, in un tempo in cui

fax ed e-mail non esistevano ma in cui le esigenze di rapidità, per il completamento delle transazioni, erano le stesse di adesso. Ma quella mattina molti di quei fattorini avevano trovato un'altra maniera per fare un po' di soldi. Gli uffici e gli alberghi dell'area erano pieni di impiegati della Borsa e di intermediari che avevano passato la notte in bianco o avevano dormito solo poche ore per far fronte alla mole di compravendite, conferme, ordini, registrazioni... Ebbene, i fattorini bussavano alle porte e si offrivano, per mezzo dollaro, di andare a casa loro e riportare indietro un cambio di vestiti!

I giornali (a parte il «New York Times») aprivano, malgrado le perdite paurose del giorno prima, con toni ottimistici: si aspettavano che le banche sarebbero venute in soccorso al mercato. Ma a Wall Street – la strada, non l'istituzione – l'umore era diverso. La polizia era presente in forze, anche se la gente pareva più rassegnata che affannata. Molti risparmiatori, evidentemente fuori di sé, furono accompagnati dalla polizia all'infermeria della Borsa: il direttore sanitario, il dottor Francis Glazenbrook, decise di aprire al pubblico le porte dell'infermeria, che di solito si limitava ad assistere i dipendenti della Borsa, gli agenti e quanti altri vi lavoravano. Ma il dottor Glazenbrook decise che quello era un giorno speciale: ci sarebbe stato bisogno di molti sedativi, se non di camicie di forza!

In teoria, gli agenti – gli «specialisti» – sparsi nei vari *posts* dove si svolgevano le contrattazioni, avrebbero dovuto essere contenti: il loro lavoro era comprare e vendere, e ricevevano una commissione per ogni contrattazione. Non importa se la Borsa andava su o giù: il loro reddito era legato al volume, e non alla direzione, degli scambi. In pratica, però, questi agenti erano quasi tutti anche investitori. Anni di mercato effervescente li avevano fatti salire sull'autobus della speculazione; e, aspettando il gong delle 10 e sapendo gli ordini che si erano accumulati dalla mattina presto, erano gli unici a rendersi conto di quel che stava per accadere. Helena Rubinstein aveva fatto bene, il giovedì precedente, a vendere le Westinghouse: lunedì sera avevano chiuso a un prezzo di 20 dollari più basso di quello a cui le aveva vendute.

Quando Crawford salì sul podio per battere il gong, la scena nella grande sala era già convulsa: il suono del gong, per la prima volta, fu perso nel clamore degli ordini di vendita che si ac-

cavallavano per essere i primi a uscire «dal cinema in fiamme». Nei primi sei minuti la General Electric scese al ritmo di un dollaro ogni 10 secondi; fra le 10 e le 10 e un quarto Westinghouse perse un dollaro ogni 30 secondi. Le azioni dei fondi d'investimento – non molto tempo prima potenti leve che moltiplicavano volumi e profitti del mercato – pagavano un triste tributo alla «demoltiplicazione» che si mette in moto quando la spirale della speculazione si disfa nella fuga dal mercato: il fondo Blue Ridge, che aveva aperto a 10 dollari, veniva offerto a 3. Le società cinematografiche – le «società dei sogni», ché allora il cinema era la nuova frontiera del divertimento e dei profitti – non si salvavano: Paramount, Fox e Warner Brothers erano al tappeto. Alla *corbeille* numero 11 gli «specialisti» erano i Bouvier: faceva parte del clan Jack Bouvier, che da soli tre mesi era diventato padre della piccola Jacqueline, che poi divenne Jacqueline Kennedy (il padre di John Kennedy, Joseph, rimase famoso per essere stato uno dei pochi investitori che uscirono da Wall Street prima che si aprisse il baratro). I Bouvier assistevano impotenti alla liquidazione del rame (Kennecott Copper) e dell'alluminio (American Smelting).

Richard Whitney (il presidente della Borsa) fu avvistato nel *partire* e qualche animo si rincuorò, ma i prezzi continuavano a calare. Il *pool* dei banchieri non era stato dissolto; qualche tentativo di acquisto controcorrente fu fatto, ma era come fermare con un dito il cedimento di una diga.

Alle 10 e 30, più di 3 milioni di azioni erano già passate di mano. Poi cominciò la seconda ondata. Gli agenti nei giorni precedenti avevano inviato migliaia di richieste di copertura del margine ai risparmiatori che avevano comprato a riporto. Quando il cliente non copriva, stava poi all'agente (o alla banca) recuperare quel che si poteva vendendo. E il crollo dei prezzi forzava quest'ultima disperata misura: vendere tutto, subito, a mercato, per tutti quei conti i cui margini non erano stati versati.

Una delle leggende preferite del 1929 è quella del lustrascarpe: quando il lustrascarpe gioca in Borsa e scambia soffiato coi clienti, è tempo di uscire dal mercato. Questo, secondo la leggenda, è quello che disse Joseph Kennedy alla moglie, tornando a casa con le scarpe tirate a lucido; e il padre del futuro presidente, come detto sopra, fece seguire le azioni alle intenzioni. Ma

la leggenda non è una leggenda: il famoso lustrascarpe è veramente esistito. Il suo nome era Pat Bologna, e questo ragazzo diciannovenne, socievole e sorridente, aveva per clienti molti "grandi" di Wall Street. Il giovane italo-americano, nei tempi d'oro della Borsa, aveva comprato a margine, aveva fatto un po' di soldi, e tutti i suoi risparmi - 5.000 dollari - erano investiti. Quella mattina, Pat Bologna, da un telefono pubblico vicino al suo banchetto, diede anche lui uno sconsolato ordine di vendere: i suoi 5.000 dollari erano diventati 1.700.

Alle 11 il volume degli scambi viaggiava a ritmi giornalieri di 33 milioni di azioni (ricordiamo che il record precedente per l'intera giornata, stabilito il giovedì prima, era di poco più di 12 milioni). Le voci rauche di broker e specialisti annegavano in un rimbombo infernale. Whitney convocò d'urgenza i *governors* (i membri del consiglio di Borsa) per le 12. All'ordine del giorno c'era un solo drammatico punto: bisogna chiudere Wall Street?

Intanto le linee telefoniche avevano cessato di funzionare, sotto l'urto della congestione. Da Londra, Parigi, Berlino, non era più possibile parlare con Wall Street: il cavo transatlantico sottomarino non ce la faceva più. E non era quella telefonica la sola congestione. La Western Union, che gestiva il telegrafo e doveva consegnare mazzi di telegrammi che chiedevano la copertura di margini, non aveva abbastanza fattorini e dovette noleggiare flotte intere di taxi...

In una stanza fumosa, esattamente sotto il salone delle trattazioni, con un rumore sopra le teste come di mandrie di bufali che correvano impazziti, i governatori decisero di tenere aperta la Borsa. Ma le vendite e il panico continuarono fino al primo pomeriggio. C'erano più di 700 fondi d'investimento quotati a Wall Street, ed erano stati praticamente tutti spazzati via. C'erano uomini che piangevano, altri che urlavano, altri si inginocchiavano pregando, molti si recarono alla Trinity Church, che rimase affollata fino alla sera e dove - forse per la prima volta - protestanti, cattolici, ebrei pregavano gomito a gomito...

Erano forse diecimila quelli che si ammassarono a Wall Street, densa di umanità da Broadway al fiume Hudson, con le voci che rimbalzavano di bocca in bocca. Alle 13 le azioni trattate - 12.652.000 - avevano già battuto il record del "giovedì nero". E il *ticker* era in ritardo di 90 minuti. Quando il gong suonò, alle

15, il ritardo era ancora aumentato: fu solo alle 17,32 che l'ultima quotazione fu battuta sul nastro bianco; il numero di azioni scambiate era stato di 16.383.700, polverizzando i primati precedenti. E l'indice Dow Jones, che il giorno prima era caduto del 12,8%, aveva inanellato un'altra perdita dell'11,7%. In una settimana, quasi un terzo della ricchezza azionaria della Borsa più grande del mondo era andato in fumo. Nel tempo a venire, il folklore del crollo si arricchì di altri arditi calcoli: nelle cinque ore di pazzia del mercato, in quel 29 di ottobre, la ricchezza (di carta) distrutta era pari a tutto quel che gli Stati Uniti avevano speso nella Grande Guerra, o a dieci volte il bilancio dell'Unione nella guerra civile americana...

Il giorno dopo, Winston Churchill salì sul *Berengaria* per tornare a casa, alquanto più povero di quando era partito... Ma per chi rimaneva, la speranza spesso non moriva mai. Nei due giorni che seguirono il mercato recuperò bruscamente. Seguirono alti e bassi che tradivano solo incertezza e nervosismo. Ma il famoso professore Irving Fisher non si perse d'animo. Dichiarò che i prezzi erano assurdatamente bassi. Era il 4 novembre, e prontamente il mercato li mandò ancora più in basso: perse il 5,8%, e il giorno dopo calò ancora, del 9,9%! Il 5 novembre i prezzi erano tornati al livello del "martedì nero", quando l'indice Dow Jones aveva chiuso a 316,60: un livello del 40% inferiore al massimo storico segnato solo due mesi prima, il 3 settembre 1929. Il mercato era stato punito a sufficienza? No: l'indice Dow Jones, nel luglio 1932, raggiunse il minimo a 41,22, con un calo del 92,1% rispetto al massimo del settembre 1929. E fu questo secondo crollo la vera crisi del secolo. La crisi del 1929 fu una punizione, quella degli anni che seguirono fu una catastrofe. Fu il 1929 a causare la Grande Depressione?

□ *Churchill e la speculazione* Oltre ai ben noti meriti acquisiti come statista e come primo ministro nel governo di coalizione nazionale contro i nazisti nel 1941, Winston Leonard Spencer Churchill si distinse anche per la sua vena letteraria (che gli valse il premio Nobel per la letteratura nel 1953) e per il suo spiccato senso degli affari, di cui sappiamo grazie alla sua corrispondenza epistolare: era uno speculatore accorto e fortunato, ma neanche lui riuscì a sfuggire ai contraccolpi del crack finanziario del 1929.

Durante un lungo viaggio negli Stati Uniti, aveva investito in numerose compagnie, come la Electric Bonds and Shares, la Columbia Gas and Electric, la Vickers da Costa and McGowan, da cui sperava di trarre ottimi profitti. Nel 1929, in varie lettere indirizzate alla moglie, Churchill, oltre a calcolare gli ingenti profitti derivati dalla vendita dei suoi libri, si lamenta delle cospicue perdite in Borsa, dovute alla crisi economica del 1929, che egli visse in diretta, come abbiamo detto, trovandosi a Wall Street il 29 ottobre, nel tristemente celebre martedì nero.

Questa tendenza alla speculazione, peraltro, Churchill l'aveva nel sangue: almeno due dei suoi antenati sono negli annali della speculazione finanziaria. Una, da parte di padre, è Sarah Marlborough (1660-1744), nata Sarah Jennings e sposata a John Churchill, più tardi primo duca di Marlborough (l'abbiamo brevemente conosciuta nel capitolo precedente): prima amica di infanzia, poi gentildonna di camera e infine intima confidente della regina Anna, alla corte aveva una grande influenza, e la usò per far prendere al marito il posto di segretario di Stato per il Nord, ai danni di Robert Harley (che abbiamo già incontrato come uno dei fondatori della Compagnia dei Mari del Sud).

Finita in disgrazia nel 1711, sostituita nei favori della regina da Abigail Masham, congiunta di Harley e suo strumento per influire sulla stessa, Sarah se ne andò da Londra col marito. Particolarmente brillante negli affari, Sarah riuscì a salvarsi dal crollo della *South Seas Bubble*, prendendosi una rivincita sul grande rivale Harley: subodinando l'imminente catastrofe, vendette tutte le azioni a maggio e guadagnò 100.000 sterline. Churchill le attribuisce un «quasi ripugnante buonsenso nell'aver tratto profitti prima del crollo».

L'altro antenato speculatore, da parte di madre, è il nonno Leonard Jerome, americano, audace e accattivante imprenditore, con interessi nell'editoria, nei servizi telegrafici e nelle ferrovie: amante delle belle donne e del gioco, oltre che della speculazione, di lui si dice che avesse accumulato e perduto due volte il suo patrimonio.

□ *Evangelina Adams, l'astrologa di Wall Street* Astrologa? Chirimente? Difficile definirla, ma certamente Evangelina Adams ne aveva azzeccate tante: aveva previsto la durata del volo transatlantico di Charles Lindbergh, con soli 22 minuti di scarto; aveva indicato il giorno della morte di Rodolfo Valentino; con solo qualche giorno di differenza aveva profetizzato il terremoto di Tokio del 1923. E, il giorno prima del «giovedì nero», aveva previsto un crollo di Borsa, perfino indicando il momento preciso (prima di mezzogiorno).

Non c'è da stupirsi, dunque, se quel giovedì sera il suo studio a New York, sopra Carnegie Hall, fosse affollato. Come raccontano

Gordon Thomas e Max Morgan-Witts (in *The Day the Bubble Burst*), Evangelina decise che il solo modo per far fronte alla ressa dei clienti era quello di tenere una specie di «seduta collettiva». Cosa sarebbe successo il giorno dopo?

Evangelina sapeva che i suoi clienti volevano solo essere rassicurati. E, contemplando le interrelazioni di certi pianeti che stavano creando «sfere d'influenza su gruppi suscettibili, che a loro volta avrebbero continuato a influenzare il mercato», affermò che le cose sarebbero andate meglio venerdì e sabato (allora la Borsa era aperta anche il sabato). Era tardi, giovedì sera, quando gli ultimi (e soddisfatti) clienti lasciarono il suo studio. Evangelina aveva fatto una previsione solo per i prossimi due giorni; non si era voluta spingere più in là.

Come si seppe dopo, l'astrologa, rimasta sola, prese il telefono e disse al suo agente di vendere l'indomani tutte le sue azioni. Ed ebbe altre due volte ragione: la prima volta quando disse ai suoi clienti che venerdì e sabato il tempo finanziario avrebbe volto al bello; e la seconda volta quando disse al suo agente (forse prevedendo quel che sarebbe successo lunedì e martedì...) di approfittare di quei due giorni di pausa per vendere tutto!

Arriva la depressione

La Grande Depressione fu un affar serio, il più serio, possiamo dire, del secolo. Il prodotto interno lordo americano quasi si dimezzò nei primi anni Trenta (in parte anche per il calo dei prezzi, ma la caduta in volume fu di un terzo rispetto al livello del 1929). Il tasso di disoccupazione, come detto sopra, raggiunse un quarto (il 25%) della forza lavoro. Si spese la fede dell'economia classica sulla capacità del sistema economico di regolarsi da solo e vennero poste le premesse (razionalizzate da John Maynard Keynes nel 1936) per un ruolo attivo dei poteri pubblici nell'economia. In Europa, e specialmente in Germania, la sofferenza dell'economia catalizzò, assieme agli errori delle «riparazioni», cambiamenti politici che avrebbero condotto al conflitto più catastrofico nella storia dell'umanità: la seconda guerra mondiale.

Ma la depressione, a sua volta, da che cosa originò? La scissione temporale fra crisi del 1929 e Grande Depressione è certamente suggestiva (anche se il National Bureau of Economic Research ha datato l'inizio della Grande Depressione al settembre

1929, un mese prima del crollo di Borsa) e fa pensare che la prima causò la seconda. Una possibile catena causale è la seguente:

1. la crisi di Borsa infranse i sogni di ricchezza e di potenza della nazione;
2. la ferita alla fiducia indusse le famiglie a rimandare le spese non essenziali e le imprese a rimandare i piani d'investimento;
3. questo vuoto di domanda, con il meccanismo del moltiplicatore che girava all'incontrario, si allargò fino a infilare l'economia tutta in una spirale deflazionistica;
4. i politici risposero al malessere col ricorso al protezionismo doganale;
5. l'aumento dei dazi provocò ritorsioni negli altri paesi e gli scambi con l'estero si avitarono in un'altra spirale recessiva (vedi fig. 7) che fece tutti più poveri.

Questa descrizione degli eventi è sostanzialmente corretta, ma non risolve necessariamente il problema di chi ha causato che cosa. *Post hoc* non vuol dire *propter hoc*. Per rispondere alla domanda «Che cosa ha causato la Grande Depressione?» dobbiamo porci altre due domande: «Se non ci fosse stata la crisi del 1929 ci sarebbe stata egualmente la Grande Depressione?» e «Pur con la crisi del 1929, ci sarebbero stati dei modi di gestire l'economia che avrebbero evitato che quella crisi sfociasse nella Grande Depressione?».

Molti studi e molte analisi hanno affrontato queste domande. Cominciamo dalla prima.

Senza il 1929 ci sarebbe stata la Grande Depressione? Abbiamo detto prima che l'economia reale aveva cominciato a indebolirsi nel corso del 1929, ma questo non vuol dire molto. Un indebolimento è normale alla fine di un lungo ciclo espansivo; anzi è fisiologico, al limite necessario per permettere di sciogliere le tensioni da troppa crescita. Tuttavia, ci sono altre indicazioni – anche quelle le abbiamo ricordate brevemente all'inizio del capitolo – che puntano in un'altra direzione. Da un lato, il persistente calo dei prezzi – la deflazione da sovrapproduzione – nel settore delle materie prime (e ricordiamo ancora una volta che l'agricoltura, nell'economia di quel tempo, aveva un peso molto maggiore rispetto a quello di oggi: in America l'agricoltura copriva il 20% dell'occupazione, contro il 2% di oggi); dall'altro lato, i meccanismi interni al sistema monetario internazio-

Tab. 2. I prezzi delle azioni nel mondo (settembre-dicembre 1929 – settembre = 100)

	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
Belgio	100,0	87,5	82,1	70,5
Canada	100,0	80,7	66,1	66,5
Francia	100,0	94,3	88,4	89,2
Germania	100,0	92,8	89,6	85,6
Olanda	100,0	95,8	83,1	84,7
Svezia	100,0	97,0	92,8	92,2
Svizzera	100,0	92,5	88,7	90,0
Regno Unito	100,0	93,8	84,0	84,0
Stati Uniti	100,0	89,8	67,1	68,1

FONTE: Elaborazioni sugli annuari statistici della Società delle Nazioni.

nale dell'epoca – il *Gold Standard* – che non assicuravano un simmetrico riequilibrio rispetto agli urti del boom e della recessione. In particolare, se un paese esportava molto e accumulava oro, sottraendo quindi questa «materia prima» dell'economia monetaria al circuito internazionale della produzione e della domanda, quel paese avrebbe dovuto usare di quell'oro per espandere la quantità di moneta all'interno (e quindi stimolare la propria economia e, così facendo, assorbire più importazioni dal resto del mondo, stimolando anche le altre economie), oppure avrebbe potuto «riciclare» quell'oro prestandolo agli altri paesi. Questa «regola del gioco» non fu applicata in quegli anni. I due maggiori «tesaurizzatori» di oro, Stati Uniti e Francia, lo tesaurizzarono, appunto, lo sterilizzarono accumulandolo nei propri forzieri. Fu un po' come sottrarre carburante al motore dell'economia mondiale. Quando gli Stati Uniti cessarono di prestare soldi alla Germania e ad altri paesi europei, questi si trovarono in difficoltà.

Data questa asimmetria nelle relazioni economiche internazionali, il rischio di una recessione contagiosa esisteva. Naturalmente, non è sicuro che una recessione incontrollata – la Grande Depressione, appunto – si sarebbe sviluppata senza il 1929, ma quello che si può dire è che il sistema era intrinsecamente fragile. Il *nexus* fra la crisi del 1929 e la Grande Depressione sta probabilmente in questi termini: vi erano le precondizioni per

una grave crisi economica, ma perché questa si verificasse c'era bisogno di una "causa prossima", di un urto al sistema che avrebbe messo a nudo la precarietà strutturale del *modus operandi* del sistema stesso.

Da questo punto di vista la risposta alla prima domanda è intimamente legata alla risposta alla seconda. Una volta scatenata la crisi del 1929, vi erano dei modi di gestirla che ne avrebbero evitato il dilagare in una depressione?

Su questo *post mortem* del 1929 sono state dibattute molte tesi. Un folklore, che dura ancora oggi, vede nelle "mani forti" del folle mercato del 1929 e nella cupidigia di ricchi e potenti manipolatori di Wall Street i responsabili della crisi e, per estensione, della Grande Depressione che ne seguì. Quando Franklin Delano Roosevelt succedette a Hoover, pronunciò, nel discorso di insediamento del marzo 1933, queste parole:

Fuori dall'uscio c'è l'abbondanza, ma non trova usi e impieghi. E questo succede perché coloro che presiedono agli scambi dei prodotti dell'uomo, hanno fallito per pervicacia e incompetenza [...] Le pratiche di cambiavalute senza scrupoli sono state condannate dal tribunale dell'opinione pubblica, sono state rigettate dai cuori e dalle menti degli uomini.

Di fronte al fallimento del loro credito, hanno proposto solo di prendere a prestito altri soldi. Spogliati dalle lusinghe del profitto che usavano per indurre la nostra gente a seguire falsi profeti, hanno ripiegato sulle esortazioni, hanno chiesto con le lacrime agli occhi il ritorno della fiducia. Conoscono solo le regole di una generazione che cerca solo se stessa. Non hanno visioni e senza visioni il popolo perisce.

I mercanti del danaro hanno lasciato i loro scranni nel tempio della nostra civiltà. Adesso noi restituiremo quel tempio alle sue antiche verità. La misura di questa restituzione sarà la misura in cui sapremo perseguire valori sociali più nobili del solo profitto monetario...

I «mercanti del danaro», naturalmente, esistevano veramente, e le storie di ordinaria e straordinaria follia, di avidità, cupidigia, sfruttamento, inganni, accecamenti potrebbero riempire un libro (e lo hanno fatto e più di uno...). Ma la crisi del 1929 non sfociò nella Grande Depressione a causa dei «mercanti del tempio». La crisi del 1929 sfociò nella Grande Depressione a causa di... continuiamo la ricerca.

Una seconda tesi vede il "colpevole" nella politica monetaria. Questa tesi è stata sostenuta dal premio Nobel dell'economia Milton Friedman, in un famoso libro scritto con Anna Schwartz negli anni Sessanta (*A Monetary History of the United States, 1867-1960*). Una rivisitazione di questa tesi in tempi più vicini a noi ha portato a molti dubbi in proposito. Il "cavallo di battaglia" di Friedman e Schwartz, la "prova provata" della causa della Grande Depressione, era la caduta dell'offerta di moneta: questa caduta, secondo il credo monetarista degli autori, portò alla caduta dell'attività economica e avrebbe potuto essere evitata da un'azione più espansiva della Federal Reserve. La Grande Depressione fu quindi causata da un'errata politica monetaria del giovane *Federal Reserve System* (la banca centrale statunitense cominciò a operare nel 1914). Ma questa conclusione è stata criticata, in tempi più recenti, da diversi punti di vista, il principale dei quali è quello che nega la causazione che va dalla moneta all'economia. Può essere che sia la scarsa moneta a "strozzare" l'economia, ma può anche darsi che la causazione sia inversa: che sia una debolezza autonoma dell'economia a generare una caduta di domanda e offerta di moneta. Se è la pressione monetaria il *primum movens* dell'indebolimento dell'economia, i tassi d'interesse a breve dovrebbero salire; se invece il *primum movens* è la poca voglia di spendere di famiglie e imprese, i tassi d'interesse dovrebbero scendere, perché c'è poca domanda di fondi. Ma i dati ci dicono che i tassi scesero dopo il 1929 e non salirono, e la ricerca del nesso causale punta quindi l'indice verso la debolezza autonoma della domanda di beni e servizi (è questa la "terza tesi" sulle origini della Grande Depressione, illustrata dalla causale causale enumerata all'inizio di questa sezione).

La Grande Depressione, insomma, ebbe un'origine complessa, che finisce per accomodare diverse causazioni. Il consenso, oggi, vede la Grande Depressione come il portato di una "convenzionale" svolta recessiva del ciclo, che degenerò perché aggravata dal crollo di Borsa e soprattutto perché innescò una crisi del sistema bancario.

Quest'ultimo aspetto è forse il più importante. Di solito le crisi hanno un effetto catarattico: distruggono il vecchio e fanno posto al nuovo, e le grandezze monetarie e reali si adeguano alla nuova situazione: ad esempio, se calano i redditi calano anche i

prezzi, l'economia si scrolla di dosso gli inetti e i falliti, si aprono nuove opportunità di profitto e l'economia risorge dalle ceneri come l'araba fenice. I dettami della teoria classica, che vede prezzi e redditi e comportamenti flessibili e un rimbalzo sempre possibile, trovarono facile eco nei pronunciamenti dei governanti dell'epoca. Il famoso consiglio del segretario al Tesoro Andrew Mellon al presidente Hoover fu: «Liquidate il lavoro, liquidate le scorte, liquidate gli agricoltori, liquidate la proprietà immobiliare, [...] purgate il marcio del sistema. Cesserà il vivere nel lusso. La gente lavorerà di più e condurrà una vita più morale. I veri valori ritorneranno e gli incompetenti faranno posto agli intraprendenti...». Questo fatalistico *laissez faire* si scontrò tuttavia con un semplice fatto: di fronte a una "liquidazione" dei clienti il sistema bancario entra in crisi, non fa più prestiti, chiede il rimborso di quelli vecchi, toglie l'ossigeno del credito a un'economia già in crisi e ne aggrava il malessere.

Quando gli operatori smisero di spendere per paura o per sfiducia, aumentarono le loro riserve di liquidità e lo stesso accadde alle banche più vulnerabili; questa accresciuta propensione a detenere riserve liquide fece calare il moltiplicatore della moneta; data una base monetaria all'incirca invariata, l'offerta di moneta calò considerevolmente. Questo dell'offerta di moneta è il canale individuato da Friedman e Schwartz, ma la causalità andava dalla domanda alla moneta e non viceversa. Poi, i fallimenti di molte imprese, così come le bancarotte individuali (si ricordino i molti miliardi di dollari di *brokers' loans*) ricaddero sul sistema bancario (allora scarsamente regolamentato) e le banche si chiusero a riccio. Molte fallirono (nel 1933 il presidente Roosevelt dovette addirittura imporre una *bank holiday* - chiuse le banche - per fermare la corsa ai depositi, anche se allora il problema era il timore di una svalutazione del dollaro contro oro) e l'intera attività economica si accasciò come un atleta stremato.

Il sistema bancario giocò insomma un ruolo cruciale. Le banche cessarono di prestare soldi perché i prezzi delle attività date in garanzia crollavano, la deflazione si estese al fragile settore delle materie prime attraverso la riduzione del credito a importatori e compratori e i prezzi - di attività e materie prime - contribuirono a scendere perché il credito non veniva più esteso.

Ecco che alle spiegazioni "teoriche" - la diatriba fra monetaristi e keynesiani sul ruolo rispettivo dell'offerta di moneta e della spesa autonoma - si affianca una spiegazione istituzionale: la fragilità del sistema bancario, poco vigilato *ex ante* e poco aiutato (da una banca centrale alle prime armi) *ex post*. E dietro alle spiegazioni teoriche e a quelle istituzionali aleggia quel *deus ex machina* delle crisi finanziarie: l'instabilità dei mercati e dei comportamenti umani, la tendenza della cupidigia a nutrirsi di se stessa, la tendenza dell'*homo sapiens* (che è tale, anche se il *sapiens* non è sempre meritato, prima ancora di essere *homo oeconomicus*) a esaltarsi nelle spirali di una ricchezza cartacea spingendo la speculazione fino al punto d'insostenibilità, per poi disperarsi nelle spire di una ricchezza distrutta.

la – *homo bulla est*... – è iscritta nel DNA dello speculatore, dove per “speculatore” si intende chiunque compri attività finanziarie rischiose.

E le istituzioni, la ricerca? Dopo tutto, andando a ripercorrere la storia delle bolle passate – come abbiamo fatto nei capitoli precedenti – viene da chiedersi se avrebbero potuto darsi in presenza di istituzioni differenti, di una sorveglianza più robusta, di una più matura e sofisticata attitudine dell'investitore avvezzo a passare in rassegna le diverse combinazioni di rischio e di rendimento.

Certamente, possiamo costruire vari scenari che avrebbero impedito ai tulipani di essere scambiati ai prezzi che raggiunsero, che avrebbero impedito l'involare e il ruzzolare delle azioni della Compagnia del Mississippi o della Compagnia dei Mari del Sud. Date le istituzioni attuali, quelle due “crisi gemelle” del 1719-20 non avrebbero potuto darsi: quella commissione tra finanze pubbliche e finanze private o tra emissione di moneta e credito, quegli intrecci perversi fra interessi della corona, cupidigia di alcuni e rovina di molti sarebbero semplicemente impossibili oggi. Costituzioni, leggi e regolamenti lo vietano e gli organi di sorveglianza dei mercati – che furono creati solo dopo la crisi del 1929 – sarebbero certo intervenuti per prevenire questa o quella particolare manifestazione della crisi.

Il punto, però, è un altro. È che anche se quel particolare svolgimento della crisi sarebbe stato impedito, l'acqua della convulsione avrebbe aggirato l'ostacolo, si sarebbe scavata altri percorsi, avrebbe in ogni caso bagnato le polveri della sagesza e scavalcato la diga del ritegno. Credere nella ricchezza facile, inseguire i sogni dell'arricchimento, saltare su un “bastimento carico di...”, fuggire precipitosamente appena il bastimento fa acqua, sono tutti tratti caratteriali che fanno parte dell'animo degli investitori, quali che siano le istituzioni e quali che siano i moniti e i circuiti “salvavita” presenti sul mercato. E la prova di questa affermazione l'abbiamo avuta, come detto, nel 1999-2001, con il “declino e la caduta” delle società Internet. In piazze finanziarie ricche e opulente, in mercati dallo spessore inaudito, con risme di carta punteggiate da acute ricerche su società, settori, paesi, proiezioni, analisi, con legioni di specialisti, promotori, consiglieri e consiglieri, la bolla gonfiò e la bolla scoppiò.

VI

PENTOLE E RIMEDI

C'era una volta il Far West...

Le grandi crisi? Ancora i tulipani? Ancora i Mari del Sud? Ancora un 1929? Che cosa bolle in pentola in questo inizio di millennio? Si prepara un'altra crisi finanziaria nel calderone dell'economia mondiale?

No, si poteva dire fino a poco tempo fa. Queste cose non possono succedere in un mondo sofisticato come quello di adesso, i compratori non si ammassano più, sudati e urlanti, in Rue Quincampoix o in Exchange Street per inseguire i sogni di una ricchezza di carta, non si strappano di mano i bulbi di tulipano a prezzi da capogiro, sono oggi legioni – a differenza del 1929 – gli analisti che auscultano ogni battito di un'economia o di un'azienda per cogliere in tempo i segnali premonitori di una crisi... E ancora: i mercati sono regolati, gli inganni alla Ponzi o le “cattene di sant'Antonio” o le sollecitazioni truffaldine al pubblico risparmio non sono possibili: ci vogliono i *prospectus* per convincere il pubblico a finanziare una quotazione, ci sono severe autorità che con occhio cipiglio sorvegliano i mercati, assicurano correttezza e perseguono trasparenza.

O no? Come si diceva nell'Introduzione, la bolla delle società Internet è venuta a ricordarci non tanto che “tutto il mondo è paese” ma che, se è lecito coniare una frase, “tutte le epoche sono paese”. Il fatto è che il verificarsi di una bolla è connotato al *modus operandi* dell'investitore. Non dipende dallo scorrere del tempo, che ci fa tutti più saggi (?), non dipende dalla bontà delle istituzioni o dalla qualità della ricerca degli analisti. La bol-

C'è bolla e bolla

Possiamo convivere con le bolle. Anzi, secondo alcuni, servono a fare, ogni tanto, piazza pulita. Dissipano i miasmi della speculazione sfrenata, insegnano le oneste virtù del duro lavoro cacciando le perigliose illusioni della ricchezza non guadagnata. Ma le "lezioni", naturalmente, sono difficili da calibrare. Vi è il rischio che lo scoppio di una bolla causi danni tali da far dimenticare i suoi possibili vantaggi? Che cosa insegna la storia a proposito?

Le lezioni della storia sono, come al solito, difficili da interpretare. La crisi dei tulipani – certamente la più "colorata" e pittoresca delle crisi finanziarie – non portò seri danni all'economia. Le altre due – quella della Compagnia del Mississippi e quella della Compagnia dei Mari del Sud – sì. Causarono, intanto, una grave crisi istituzionale, con sommovimenti politici, processi, incarcerazioni... E, a parte la politica, misero indietro l'orologio della storia economica. L'intuizione geniale di John Law – la necessità di lubrificare l'economia con l'introduzione di una moneta cartacea svincolata dalle limitazioni fisiche di oro e argento – fu messa in quarantena dopo che la "bomba" (più che la "bolla") della crisi del Mississippi scoppiò in mano all'iperattivo *comptroller général des finances*. E un'analoga diffidenza e un analogo ritardo segnarono, di là dalla Manica, la sorte di quello strumento essenziale di un'economia di mercato che sono le società per azioni, il veicolo attraverso il quale il risparmio si incanalava nell'intrapresa senza coinvolgere nel rischio l'intero patrimonio dell'azionista. Per decenni, in Francia e in Inghilterra, le società per azioni – protagoniste delle due crisi – furono considerate come delle invenzioni vagamente truffaldine, delle scatole vuote o piene che fossero – usate per tosare i risparmiatori, illuderli, rovinarli...

E poi, c'è il 1929. Abbiamo già parlato del legame fra il 1929 e la Grande Depressione, e abbiamo già detto che la crisi del 1929 non fu il fattore principale che portò a quel triste lustro: il solo periodo in cui l'economia di mercato conobbe un'umiliazione che sembrò quasi avverare le apocalittiche predizioni di Karl Marx sul crollo del capitalismo. Ci sarebbe potuta essere una Grande Depressione senza crisi del 1929, così come ci sa-

rebbe potuta essere una crisi del 1929 senza Grande Depressione. Ma, quali che siano le reazioni di causa ed effetto, due cose sono certe: primo, che nel sentire comune i due eventi sono legati strettamente; secondo, che, anche se il 1929 non ne fu la causa principale, certamente contribuì a quel "disastro non naturale" che fu la Grande Depressione.

La domanda che abbiamo posto sopra, quindi, è una domanda che chiede una risposta. È possibile un'altra grande crisi? La globalizzazione (vedi p. 213, *Corsi e ricorsi del mondo globale*) la rende più probabile o meno probabile? Quali caratteristiche della nuova economia e della nuova finanza possono fare da scivololo o da baluardo rispetto all'avverarsi di una crisi? Quali presidi istituzionali esistono oggi per contrastare il dispiegarsi di una convulsione? Domande complesse, alle quali è difficile rispondere compiutamente. Ma alcuni elementi di una risposta possono essere assemblati. Ascoltiamo, intanto, dal buco della serratura, un dialogo fra l'Ottimista (O) e il Pessimista (P), che chi scrive pubblicò sul «Sole 24 Ore» del 12 aprile del 2000...

□ *Corsi e ricorsi del mondo globale* La globalizzazione non è un fenomeno nuovo. «Il mondo è una città», disse (nel 1875!) Carl Meyer von Rothschild. L'occasione non era lieta, perché i mercati azionari in Europa e in America stavano crollando in sintonia... E qualche decennio più in là, John Maynard Keynes avrebbe ricordato con nostalgia il bel tempo andato... Nelle *Conseguenze economiche della pace*, pubblicato nel 1919, Keynes ricorda «quello straordinario episodio nel progresso dell'uomo che venne a finire con il 1914»: «L'abitante di Londra – scrive Keynes – poteva ordinare per telefono, seggiando a letto il tè della mattina, qualsiasi prodotto del globo intero, in qualsiasi quantità desiderasse, e confidare in una consegna ragionevolmente sollecita, sull'uscio della propria casa; poteva con gli stessi mezzi e negli stessi tempi investire i propri soldi nelle risorse naturali e nelle nuove intraprese in ogni angolo del mondo, e condurvi senza sforzi o disturbi gli eventuali frutti; oppure poteva decidere di legare la sua fortuna a quella dei titoli emessi da Stati o municipalità in ogni continente [...]».

Poteva avventurarsi all'estero, usando trasporti non cari e confortevoli, verso qualsiasi paese e qualsiasi clima, senza passaporti o altre formalità. Poteva mandare un incaricato alla banca per ritirare qualsiasi quantità di metalli preziosi di cui avesse bisogno, e poteva poi andare all'estero, senza conoscenza di altre religioni, altre lingue o altri costumi, portando nelle tasche oro coniato, e sarebbe stato molto

sorpreso ed annoiato alla minima interferenza. E infine – ed è questa la cosa più importante – considerava questa situazione come qualcosa di normale, certo e permanente, e qualsiasi deviazione da questo stato di cose come un'aberrazione e uno scandalo».

La prima guerra mondiale mise fine a questo "stato di cose". E dieci anni dopo la pubblicazione delle *Conseguenze economiche della pace* la "globalizzazione" conobbe la tristezza della crisi. Prima fu "globale" il contagio dell'implosione di Wall Street del 1929, poi i paesi si chiusero a riccio, aggravando la Grande Depressione degli anni Trenta con la spirale viziosa del protezionismo. Insomma, il XX secolo è più da segnare con la fine del periodo "globalizzante" a cavallo fra il XIX e il XX che con l'inizio di un'era nuova.

Alla fine del Novecento, dopo cinquant'anni di apertura multilaterale degli scambi, e dopo un decennio di liberalizzazione dei movimenti di capitale, il mondo sta tornando ad assomigliare a quello di cent'anni prima, descritto da Keynes. Ma in certi cruciali rispetti ne siamo ancora lontani, come presto si accorgerebbe chiunque voglia girare il mondo senza passaporto e con un sacchetto di monete.

Internet: il grande equivoco

OTTIMISTA Il 1929? Non mi fate ridere. Questo di oggi è un altro pianeta. Virginia Woolf, in *The Lighthouse*, descrive così le forme e i colori di un dipinto: «Era così leggero che avresti potuto arruffarlo con un respiro; ma allo stesso tempo così solido che un traino di cavalli non sarebbe riuscito a strapparne l'armonia». Così è l'economia di oggi. Sembra spumeggiare, impalpabile e invisibile. Ma la "civiltà della luce", questa incredibile combinazione di elettronica, informatica e telecomunicazioni, sta cambiando il volto del mondo. E i lacci della telematica sono più forti e avvincenti di qualsiasi gomena della vecchia economia.

PESSIMISTA Invisibile, hai detto bene. Così come sono invisibili i profitti di tante società della nuova economia.

O Questi non sono figli di papà che si adagiano sulle fortune ereditate. Rischiano in proprio. E tutte le storie di successo cominciano da zero.

P C'è una costante in tutte le crisi finanziarie nella storia del mondo. Ed è l'esca. Un fatto nuovo, un'invenzione, una scoperta, un modo di produrre... L'esca non è una truffa, non è un millantato credito. È qualcosa di vero e di duraturo. Credi che nel

1929 il boom fosse fondato sul nulla? L'Internet di allora era la radio. Una nuova tecnologia che prometteva di trasformare la società, come in effetti fu trasformata. Ricordi il *Radio Days* di Woody Allen? Non c'è nulla di nuovo sotto il sole...

O Quel che c'è di nuovo è che Internet è una rivoluzione orizzontale. Non si tratta di un settore sia pur importante come la radio di allora. Si tratta di una rete nervosa che ricopre come un manto tutta l'economia, un elisir di gioventù, uno "shock da offerta" che sposta verso l'alto l'intera funzione di produzione dell'economia mondiale, un cambiamento di stato che ha luogo al livello molecolare del *business*, un lubrificante che rimuove gli attriti, riduce l'incertezza, abbassa il costo dell'informazione. E che cos'è l'economia se non un modo di organizzare l'informazione a scopi produttivi? Riduci il costo dell'informazione e avrai più produzione. Alfred Marshall, un grande economista inglese del tardo Ottocento, non era portato ai voli di fantasia. Ma, parlando dell'affastellamento geografico delle imprese (quasi una descrizione *ante litteram* dei distretti industriali italiani), scrisse che quando le imprese spuntano come funghi una vicina all'altra «i misteri del mestiere non sono più tali, è come volteggiassero nell'aria...». Ebbene, con Internet i misteri del mestiere volteggiano nel cyberspazio e rendono tutti più vicini, esaltando allo stesso tempo concorrenza ed emulazione.

P Ti concedo volentieri tutti questi punti. Anch'io sono un tifoso sfegatato di Internet. Ma tu cadi in un grande equivoco. Il tuo problema è che confondi i benefici con i profitti. Nessuno contesta il fatto che Internet è capace di innalzare sia il livello che la dinamica del PIL mondiale. Il punto è se questi benefici si tramutano in maggiori profitti o in minori prezzi. I maggiori profitti vanno ai produttori e quindi giustificano gli alti prezzi di Borsa. I minori prezzi vanno ai consumatori e porteranno quindi redditi reali più alti per tutti e non solo per i produttori.

O Quindi sei d'accordo anche tu che in ogni caso, poco o tanto, i produttori ne beneficiano.

P Certo, ma è quel «poco o tanto» che fa la differenza fra la terra e il cielo. I profitti sono la differenza fra ricavi e costi e i prezzi delle azioni sono grumi di profitti futuri. Una differenza nelle attese del 2% in meno di ricavi e del 2% in più di costi può dimezzare i profitti e far precipitare del 50% le quotazioni. Guar-

da a Yahoo!: ha un rapporto prezzo/utili di mille o giù di lì; un BOT americano a tre mesi ha un **rapporto** prezzo/utili di 18. Se tu fossi un investitore con la testa sulle spalle, quale titolo com-preresti?

O Io comprenderei Yahoo!. Ti rendi conto che ha profitti pari quasi al 40% del fatturato?

P Questo è il punto. Con profitti così alti e un **rapporto** prezzo/utili alle stelle, vuol dire che gli investitori si **attendono** incredibili galoppate dei ricavi e profitti in proporzione. Ma con utili pari al 40% del fatturato – la storia ci insegna – i concorrenti arrivano come le mosche al miele. E così che l'innovazione si diffonde, i profitti dei primi arrivati si normalizzano e i benefici si allargano a tutti.

O La Microsoft riesce da tempo a tenere gli utili al 40% del fatturato.

P Sì, ma la Microsoft opera in una anomala situazione di rendimenti crescenti. Avendo imposto uno standard, si trova a godere i profitti di un "monopolio naturale": ma anche qui, come sappiamo, è incappata nei problemi dell'Antitrust e ha dovuto lasciare il posto di società più capitalizzata del mondo alla Cisco, il cui rapporto prezzo/utili è di "solo" 200. No, non mi piace. La telematica e l'Internet sono cose bellissime, come la radio, le ferrovie, l'auto... Tutte innovazioni che hanno portato grandi benefici ai consumatori, grandi profitti a qualche produttore, grandi speranze e grandi delusioni a molti altri. E anche questa volta sarà così.

O Può essere che siamo meno distanti di quanto pensi. Anche se ci sarà una correzione, siamo certo più vicini alla situazione del 1987 che a quella del 1929. Se non altro perché gli errori della politica economica di allora (protezionismo e restrizione monetaria) non saranno ripetuti; perché la presenza di un settore pubblico che va da un terzo alla metà dell'economia (allora era un decimo o meno) **provvede un ammortizzatore agli urti; e soprattutto perché la bolla, se c'è, poggia oggi sulle spalle solide di una straordinaria stagione di progresso tecnologico.**

P Forse hai ragione. Ma io preferisco, come Seneca, pensare che le cose andranno male. Così poi, se succede, non mi dispero. E se invece vanno bene, sono contento.

Apriamo la Borsa...

Come si sa, quella bolla si afflosciò. La Cisco non ha più un rapporto prezzi/utili di 200 né la Yahoo! di mille... Ma torniamo alle domande che ci eravamo posti. È possibile attendersi un'altra grande crisi finanziaria?

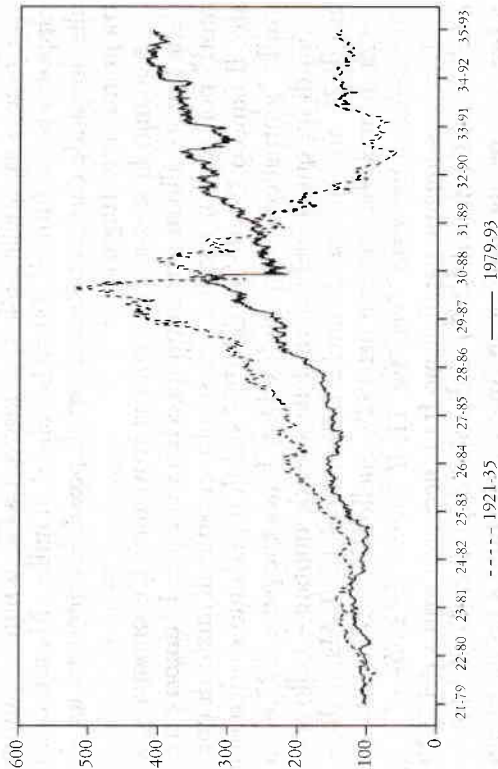
Apriamo la Borsa e che cosa vi troviamo? L'economia, che della Borsa è allo stesso tempo specchio e cornice. I "timori e tremori" non sono mancati a fine secolo scorso e all'inizio di questo. Il famoso 19 ottobre del 1987 stabilì il massimo storico del crollo "giornaliero", con l'indice Dow Jones che perse il 22,62% – più di un quinto del valore delle aziende quotate – nello spazio di 24 ore, superando anche i record del 1929. Ma, a differenza di quel che successe nel 1929, quello del 1987 fu solo un "incidente di percorso" (vedi fig. 11, *Il "grafico del sollievo"*).

L'impressionante parallelismo fra i dieci anni prima del 1929 e i dieci anni prima del 1987 si dissolve dopo il crollo del 19 ottobre. La crescita riprende in America, sia pure a un passo più ridotto rispetto a quello degli altri paesi industriali: gli Stati Uniti smaltiscono gradualmente un "eccesso di crescita" che aveva portato i loro conti con l'estero in forte deficit. Queste correzioni hanno l'abitudine di prender la mano, e gli Stati Uniti, nel 1990-91, subiscono una recessione, dalla quale però escono prontamente iniziando la lunga galoppata di crescita degli anni Novanta.

Lo spavento del 1987 appartiene insomma più alla categoria degli aggiustamenti tradizionali (se pure esaltato dal fatto che l'investimento in Borsa era molto più diffuso rispetto a prima e quindi la "psicologia di massa" giocava un ruolo maggiore) che alle crisi strutturali. Quasi dieci anni dopo, nell'autunno del 1998, il mondo sfiorò di nuovo la crisi finanziaria. La crisi asiatica (vedi p. 220, *La crisi asiatica del 1997-98*) cambiò volto, e da crisi locale si estese ad altre aree fragili, dalla caotica "economia in transizione" della Russia ai tradizionali "ventri molli" dell'America Latina.

Vedemmo all'opera, in quell'autunno, una delle conseguenze più appariscenti della globalizzazione. La velocità con la quale il "cattivo umore" o l'incertezza si possono diffondere da un punto all'altro del globo, in una situazione in cui basta toccare una

Fig. 11. Il "grafico del sollievo" (indice Dow Jones, titoli industriali, 1921-35 e 1979-93 - inizio periodo = 100)



FONTE: elaborazioni su dati Dow Jones.

tastiera per spostare ingenti capitali da un emisfero all'altro. Nel primo capitolo abbiamo accennato agli inconsci "ancoraggi quantitativi" che gli investitori usano per giudicare un prezzo di Borsa: l'ancoraggio del prezzo del giorno prima o quello dell'indice. E abbiamo detto come questi ancoraggi possano spiegare varie anomalie negli andamenti dei mercati finanziari: ad esempio, il fatto che i singoli prezzi tendano a muoversi all'unisono anche quando le situazioni societarie soggiacenti sono molto diverse, il fatto che società di diversi settori produttivi ma con sede nello stesso paese (e quindi quotate nella stessa Borsa) tendano ad avere andamenti più simili di quanto non accada alle azioni di società dello stesso settore ma acquisite in paesi diversi, o il fatto che fondi immobiliari quotati in Borsa vengano valutati (e sbalottati nella quotazione) come succede alle azioni "normali" e non secondo il valore degli immobili posseduti...

Ebbene, un simile ancoraggio fa sì che la crisi di una parte del mondo, in quel sistema a vasi comunicanti che sono le Borse

mondiali, si trasmetta al resto del globo: l'investitore si "ancora" alle cattive notizie, istantaneamente rimbalzate sugli schermi del pianeta, anche se non vi sono ragioni razionali per cui fattori locali di crisi debbano valere per un'altra parte del planisfero. E quella crisi dell'autunno 1998 fece emergere un altro potente fattore di instabilità: la paura dell'illiquidità.

Si pensa di solito che il rischio di Borsa sia solo quello dei prezzi alti o bassi (sì, anche i prezzi alti sono un rischio se uno ha venduto allo scoperto...). E invece, c'è anche un altro rischio: quello della mancanza di liquidità, ovvero della mancanza di prezzi. Questo rischio si verifica quando il mercato ha paura: paura di tutto, cosicché la "piazza" è deserta e la gente "non va al mercato". Non è questione di prezzo; è questione che chi vuole comprare o vendere non trova controparti, le offerte cadono nel vuoto, e gli automatismi del mercato - c'è sempre un prezzo... - cessano di funzionare. Questo tipo di "fallimento del mercato" viene di solito trascurato, sia nella teoria che nella pratica. Ma fu un fallimento che colpì con violenza e virulenza i mercati del mondo nell'autunno del 1998.

Il problema della liquidità dei mercati, naturalmente, non è nuovo. Anche nella crisi dei tulipani ci furono momenti in cui le offerte cadevano nel vuoto e anche nella crisi del 1929 successe che alle grida di "vendete a mercato!" rispose il silenzio (o, per meglio dire, rispose la cacofonia della disperazione). Ma si pensava che nei mercati spessi e ricchi del tardo XX secolo questo rischio fosse ormai scomparso. Questa convinzione era talmente radicata che sta alle radici del fallimento di un fondo d'investimento, il *Long term capital management*, uno *hedge fund* (vedi p. 222, *LTCM: inaffondabile come il Titanic*) che andò a gambe all'aria perché, nei sofisticati modelli matematici che impiegava per andare a scovare recondite possibilità di guadagno nelle più nascoste pieghe dei mercati, il rischio di liquidità non era stato messo in conto: gli veniva attribuita una probabilità di verificarsi così minuscola che non era considerata degna di attenzione. Così, prima che le immense posizioni aperte del LTCM andassero in cancrena, la banca centrale americana dovette organizzare un imponente salvataggio.

Che cosa vuol dire esattamente "crisi di liquidità"? Vuol dire che non è letteralmente possibile trovare una controparte? In

molti casi, sì. Ma la crisi di liquidità ha anche un altro volto, buterato e pericoloso. Vuol dire la ricerca affannosa degli strumenti finanziari più liquidi: fuga, quindi, non solo dalle azioni ma dalle obbligazioni meno trattate, dai titoli *junk*, finanche differenziando fra i titoli del Tesoro americano più o meno liquidi. Che cosa c'è di più sicuro dei *treasuries*, dei BTP americani? Da sempre rappresentano un porto sicuro per i capitali spaventati. Ma in quel terribile ottobre del 1998, prima che la Fed intervenisse inondando il mercato di liquidità per calmare le acque, la paura dell'illiquidità aveva raggiunto livelli così parossistici che gli stessi *treasury bonds* – mettiamo, titoli a dieci anni con la stessa scadenza – quotavano prezzi diversi a seconda che fossero stati appena emessi (e considerati più facilmente trattabili) o emessi sei mesi fa (e considerati meno liquidi).

“Aprendo la Borsa”, insomma, troviamo, fra tante monete d'oro, anche del vile e radioattivo metallo: il facile contagio della globalizzazione e la possibilità di una fuga dal rischio che crea una serie di “fallimenti del mercato”.

□ *La crisi asiatica del 1997-98* Nel 1997 il mondo fu scosso da una crisi – crollo delle Borse e delle valute – in un'area considerata virtuosa: il Sud Est dell'Asia, dove tanti “paesi-tigre” – da Taiwan a Singapore, dalla Corea del Sud alla Thailandia alla Malaysia... – erano andati crescendo da molti anni, adombrando quasi, con i loro successi economici, un “modello asiatico” diverso da quello occidentale.

Già nel 1994 Paul Krugman, in un articolo su «Foreign Affairs» (*The Myth of Asia's Miracle*) aveva smontato il mito di un successo delle economie asiatiche fondato sui *quid* di cui erano impregnati i giudizi convenzionali. Questi ultimi, di fronte al successo travolgente delle economie asiatiche, ricorrevano a categorie di spiegazione meta-economiche: i valori confuciani, la disciplina laboriosa, il dirigismo illuminato... Secondo Krugman, invece, gli alti e continui tassi di crescita dell'Asia del Sud Est (e della Cina) avevano spiegazioni più prosaiche. Il prodotto si fa mettendo assieme lavoro e capitale; se si mette nel circuito produttivo più lavoro e più capitale, si ha anche più prodotto. Le analisi di Krugman mostravano come fosse la crescente quantità di fattori produttivi, e non qualche miracoloso catalizzatore, a spiegare la crescente quantità di prodotto.

Da questa analisi Paul Krugman derivava una conclusione: la crescita asiatica è destinata a rallentare, dato che la quantità di fattori produttivi che può essere mobilitata è finita, o in ogni caso non può crescere così rapidamente come in passato.

Allora, aveva ragione Krugman o aveva ragione la saggezza convenzionale? Nella fattispecie, avevano torto tutti e due. Krugman aveva torto perché per molto tempo ancora l'Asia avrebbe potuto mobilitare grosse quantità di fattori produttivi: con un alto tasso di risparmio e con molta manodopera ancora parcheggiata nelle campagne in uno stato di sottoccupazione, non vi erano impedimenti a che la scolarizzazione – sulla quale i paesi asiatici avevano correttamente puntato – potesse continuare a immettere nel processo produttivo grossi contingenti di forza lavoro. Non era inevitabile, quindi, aspettarsi a breve un rallentamento della crescita.

In effetti, questo rallentamento della crescita – in molti casi perfino un'inversione – si è verificato. Ma non per le ragioni prospettate da Krugman. Il brusco rallentamento – e qui si vede come anche la saggezza convenzionale avesse torto – va fatto risalire alla cattiva qualità della crescita asiatica. Una crescita malformata, basata su eccessi nell'offerta di credito e sul cattivo funzionamento dei filtri finanziari che presiedono all'allocatione delle risorse. I sistemi bancari in Asia non svolgevano la funzione di intermediazione classica – prendere il risparmio e dirigerlo verso l'investimento – ma sceglievano i destinatari dei prestiti secondo criteri in cui nepotismo, dirigismo e spesso corruzione avevano troppa parte. E spesso le valute, invece di fluttuare liberamente, erano state “legate” al dollaro USA: una ricetta valutaria spesso utile, ma che si rivela pericolosa quando il dollaro si apprezza per ragioni legate all'economia americana, e questo apprezzamento può rivelarsi scomodo (perdita di competitività) per economie diverse da quella americana.

Così, l'Asia si è svegliata un giorno con il “mal di testa economico” degli eccessi speculativi. La crescita non era equilibrata: troppi progetti erano affetti da gigantismo, troppe risorse erano state dirette secondo gli ordini di burocrati che si sostituivano al mercato, troppe spirali avevano impaniato il sistema bancario, deteriorando la qualità dei prestiti e ingigantendo le sofferenze: in troppi casi l'offerta di credito si era diretta verso un mercato immobiliare i cui prezzi in rialzo diventavano una falsa garanzia per un'ulteriore espansione basata sul credito bancario, finché la bolla era scoppiata e le banche si erano trovate con in mano il pugno di mosche di garanzie gonfiate.

Ma i cosiddetti “fondamentali” dell'Asia non sono positivi? I paesi asiatici non hanno alti tassi di risparmio, una popolazione operosa e frugale, sistemi scolastici ad alto rendimento, bilanci pubblici in ordine? Tutto vero: i problemi dell'Asia sono problemi del settore privato e non dei conti pubblici. Ed è vero che in Asia continuano a esserci in abbondanza gli ingredienti di base della ricetta della crescita: c'è manodopera disponibile e istruita, c'è capitale, c'è voglia di fare e di intraprendere. Ma è vero che il cattivo funzionamento del filtro

dei mercati finanziari aveva istradato queste risorse – lavoro e capitale – lungo combinazioni produttive insostenibili.

□ *LTCM: inaffondabile come il Titanic* Gli *hedge funds* (letteralmente: fondi coperti o fondi protetti) sono veicoli d'investimento fatti per chi ha nervi saldi e soldi che gli crescono. Sono fondi che si muovono nelle "punte avanzate" della finanza internazionale, che disdegnano le gestioni tranquille e tradizionali (investire in azioni solide e titoli pubblici) e usano gli strumenti più sofisticati della finanza derivata, setacciando i prezzi per trovare opportunità di arbitraggio a basso rischio e alto rendimento (ad esempio, se un contratto rappresentativo di un indice di Borsa ha un prezzo più o meno conveniente rispetto al paniere dei suoi singoli componenti, può essere profittevole comprare l'indice e vendere il paniere o viceversa).

Di questi "vascelli corsari" della finanza internazionale, l'LTCM – il *Long term capital management*, uno *hedge fund* che più *hedge* non si può – era il fiore all'occhiello. Due premi Nobel dell'economia – Robert M. Merton e Myron S. Scholes – oltre a un ex vicepresidente della Federal Reserve – David Mullins – aggraziavano il suo consiglio d'amministrazione. E i suoi strumenti di analisi – modelli creati e mantenuti da un gruppo di *rocket scientists* (come vengono chiamati a Wall Street i fisici e matematici che prestano il loro sapere ai mercati finanziari) – erano considerati i più avanzati del mondo. Ma, come detto, LTCM aveva fatto i conti senza l'oste: non aveva tenuto in dovuto conto il rischio liquidità.

L'LTCM ha rivoltato come un guanto il comune sentire delle turbolenze internazionali. Fino al momento in cui il fondo (inaffondabile come il Titanic) si risvegliò nella sala di rianimazione – una volta tanto furono i dottori e non il paziente a sborsare quattrini – il giudizio corrente sulla crisi asiatica era che era tutta colpa degli opachi sistemi finanziari orientali. Avendo liberalizzato i movimenti di capitale prima di aver irrobustito la finanza interna, avendo dato il semaforo verde senza aver creato una vigilanza efficace, avendo sostituito le ragioni di mercato con dirigismo e nepotismo nell'allocatione del credito, il fiammifero acceso non poteva alla fine che bruciare le dita di qualcuno.

Tutto vero, eccetto per un particolare non trascurabile: cioè a dire, per ballare bisogna essere in due. E la controparte chi era? Chi aveva prestato soldi a quei mercati finanziari asiatici poco affidabili? Erano i sistemi finanziari occidentali, per definizione saggi, esperti, avveduti, maturi, con alle spalle una vigilanza occhiuta, pensosa dei destini della patria e non dei famigli di qualche presidente di turno. L'esposizione delle banche occidentali e il crollo dell'LTCM fecero strame della nozione secondo cui quel che non andava nella finanza mondiale era so-

lo a Est e non a Ovest. E da allora ognuna delle millanta proposte di riforma dell'architettura finanziaria mondiale ha sempre incluso qualche forma di "attenzione" ai crediti estesi dai sistemi bancari occidentali ad altri paesi e all'operato degli "avventurieri" della finanza mondiale: quegli *hedge funds* che usano spregiudicatamente la leva finanziaria per le loro scorriere sui mercati del pianeta.

Basti pensare che i "ratio" patrimoniali imposti alle banche "normali" chiedono a queste di avere un patrimonio netto pari all'8% del totale degli impieghi, o, se vogliamo, di limitare i loro prestiti a un ammontare pari a non più di 12-13 volte il loro patrimonio; l'LTCM era invece arrivato ad avere impieghi pari a circa 40 volte il proprio patrimonio; e questo perché, operando anche attraverso centri *off-shore*, non era soggetto a vigilanza alcuna. Anche qui, però, ritorniamo a quello scomodo detto: per danzare bisogna essere in due. Quelle immense posizioni erano finanziate dal gotha delle banche mondiali, che prestavano allegramente fondi all'LTCM, senza un monitoraggio costante della posizione complessiva di quel fondo...

Le "tsunami" della tecnologia

Lo spavento del 1987, come abbiamo visto, fu di breve durata. E anche quello del 1998 si dissipò presto. Cosa dire di quello del 2000-2001, quando il lungo boom dell'economia e della Borsa americana venne a finire, quando l'Europa rimase invischiata da un "tappeto americano" bruscamente sfilato da sotto i piedi, quando in Giappone la prostrazione decennale dell'economia conobbe una svolta verso il peggio (vedi p. 228, *L'enigma Giappone*), quando le tre grandi aree economiche del mondo – l'America, con i suoi vicini pacifici (Giappone) e atlantici (Europa) – cessarono assieme di crescere, quando i terribili eventi dell'11 settembre e la "guerra non convenzionale" che ne è seguita diedero una spallata alla fiducia e ai piani di spesa di famiglie e imprese?

Da questa litania di dolori è assente forse il più grande responsabile di questa debolezza di inizio millennio: il contraccolpo dell'"onda di marea" – della *tsunami*, come chiamano in giapponese questi flagelli marini – dell'innovazione tecnologica; un'onda che periodicamente, con benefici di lungo periodo e rischi e rinculi di breve periodo, viene a investire l'economia mondiale.

Joseph Schumpeter, di Harvard, il grande economista di origine austriaca che studiò gli effetti dell'innovazione sull'econo-

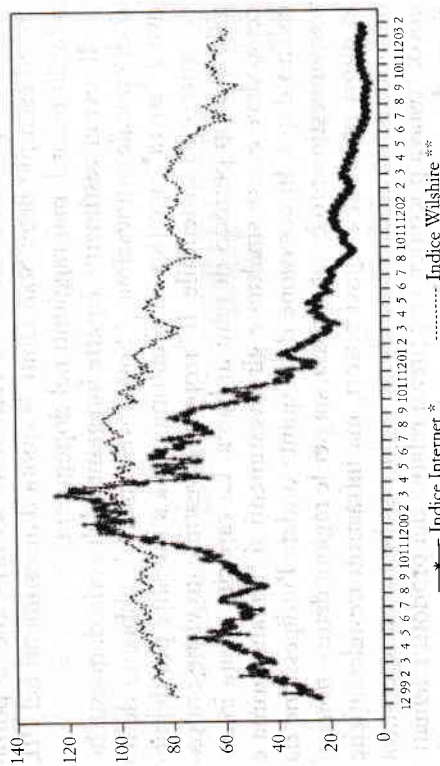
mia, individuò un intervallo di circa mezzo secolo fra un'ondata e l'altra. Dapprima, la "rivoluzione industriale": quando si scopersero la macchina a vapore e furono fatti grossi progressi nella tessitura a macchina e nella siderurgia. A questa fase, che durò dall'ultimo quarto del Settecento alla prima parte dell'Ottocento, seguì, nella seconda parte di quel secolo, un'altra serie di innovazioni centrate sulle ferrovie - la locomotiva, "mito di progresso", come nella canzone di Francesco Guccini - e ancora sulla siderurgia. Poi, nella prima metà del Novecento, il tessuto produttivo fu rivoluzionato da elettrificazione, telefono, radio, motori a combustione interna. La quarta ondata, dopo la seconda guerra mondiale, vide la plastica, l'elettronica, i computer e l'aeronautica; durò meno delle altre, forse perché la ricerca ormai è diventata un'attività pianificata: non è affidata all'eroismo solitario degli inventori, ma risulta dall'applicazione sistematica di lavoro e capitale in grandi laboratori pubblici e privati, e accelera quindi la concezione e lo sfruttamento pratico dell'innovazione.

La quinta ondata è ancora in corso, nata dalla "fertilizzazione incrociata" delle tecnologie, dal matrimonio tra informatica e telecomunicazioni, dall'applicazione del potere dei **computer** alla scienza dei materiali, alle biotecnologie, alla ricerca di **base...** Ma soprattutto è la "rete nervosa" dell'Internet che, come accennato nel dialogo più sopra, costituisce una rivoluzione non settoriale ma orizzontale, che investe il modo di produrre e di consumare in tutti i settori dell'economia.

Questa quinta ondata d'innovazione nell'economia mondiale non si è differenziata dalle altre nell'osanna che ne ha aureolato l'inizio. La "nuova economia" non è un'espressione nuova. Regolarmente, a ogni *tsunami* di innovazione, gli *aggettivi* si sono sprecati: si entrava in un'era nuova, vallate verdi di profitti si aprivano per gli innovatori, praterie vergini erano disponibili per lo sfruttamento, le quotazioni di Borsa non potevano che salire perché i precedenti modelli di valutazione del valore di un'azione non potevano catturare le "fratture della storia".

Altrettanto regolarmente queste promesse di felicità finanziaria sono state smentite dagli eventi. Come detto sopra, la felicità non va necessariamente ai produttori. La concorrenza si incarica di livellare le opportunità di profitto e i veri beneficiari dell'innovazione sono i consumatori attraverso migliori prodotti e/o

Fig. 12. La bolla Internet (Stati Uniti, indici di Borsa - 28 dicembre 1999 = 100)



* Indice .DOT.

** Indice Wilshire 5000, che copre 6.500 società.

FONTE: elaborazioni su dati Reuters.

minori prezzi. E ai giorni nostri, quali dei "sottosettori" della quinta ondata sono stati specialmente investiti dall'euforia dei profitti futuri prima e dalla delusione dei profitti mancati dopo? Come oggi sappiamo, è stata la bolla delle società Internet (vedi fig. 12, che rappresenta l'andamento dell'indice più ampio della Borsa americana e dell'indice delle sole società Internet) a essere il "simbolo" degli eccessi tecnologico-finanziari di questa fase innovativa.

Ma quel che è più preoccupante nella storia di questa ondata e di questa bolla è che si sono addensate sull'economia mondiale diverse cappe di piombo. Da un lato, l'ondata innovativa, come succede di solito, ha portato a una frenetica attività d'investimento nei nuovi settori. Un entusiasmo per l'innovazione è parte integrante di ogni *tsunami*, ma in questo caso l'ondata innovativa, come detto sopra, era di tipo "orizzontale", era una rete nervosa che attraversava tutti i settori. Non si trattava di investire nei motori o nelle ferrovie o nelle centrali elettriche; si trattava d'investire in quelle infrastrutture telematiche che avrebbe-

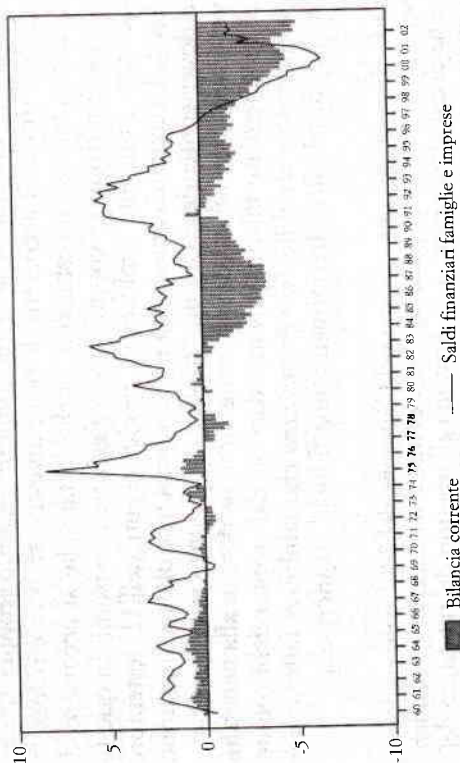
ro permesso ai settori motoristici o ferroviari e di distribuzione dell'energia di funzionare meglio. Si è trattato quindi di un'ondata d'investimento che ha toccato tutti i settori e che ha portato, ad esempio negli Stati Uniti, la quota d'investimenti nel PIL a livelli record, mai raggiunti nel dopoguerra.

Il sovrainvestimento è parte integrante dell'avvio di queste fasi di epocale innovazione. "Sovrainvestimento", abbiamo detto, ove il "sovrainvestimento" significa che l'euforia porta a investire più del necessario o del sostenibile. Il "troppo" investimento viene poi pagato con un periodo di remi in barca. La capacità creata in eccesso deve essere smaltita e gli investimenti si fermano prima e calano dopo. In occasione della quinta ondata l'indigestione da sovrainvestimento è stata grossa, sia per le ragioni dette - non solo nuovi prodotti e nuovi settori, ma infrastrutture telematiche per un nuovo modo di produrre - sia perché investire costava poco: costava poco perché i prezzi relativi dei prodotti telematici scendevano e perché il capitale finanziario aveva un costo molto basso, con l'euforia di Borsa che metteva a disposizione delle imprese capitale di rischio a costo praticamente zero.

Quando la Borsa aumenta d'importanza e diventa un canale di finanziamento quantitativamente grosso per il sistema delle imprese, introduce una potenziale instabilità. Perché? Perché quando una bolla si gonfia, il solito sistema di autocorrelazione - i prezzi crescono oggi perché erano cresciuti ieri e si pensa che cresceranno domani... - riceve una "marcia in più": una Borsa effervescente permette alle imprese di emettere azioni sul mercato e di attingere quindi capitale da investitori che non si preoccupano del dividendo perché pensano soprattutto ai guadagni di capitale; quindi le imprese possono sostituire un costoso capitale di debito con capitale di rischio a costo più basso e così facendo aumentano i profitti. Questo aumento dei profitti sembra "giustificare" le quotazioni più alte delle azioni e la spirale dei prezzi riceve quindi un nuovo impulso. Una Borsa "calda", insomma, giustifica se stessa e permette quindi alla "bolla" di durare più a lungo, come successe alla fine degli anni Novanta.

Non solo: un mercato borsistico grande e diffuso, come è ormai nelle economie moderne, dove una parte significativa della popolazione (dal 20 al 50% a seconda dei paesi) è direttamente o indirettamente esposta alle vicissitudini delle azioni, può "au-

Fig. 13. Stati Uniti, l'eccesso di spesa (dati trimestrali destagionalizzati, in % del PIL)



FONTE: elaborazioni su dati US Department of Commerce.

togiustificare" le proprie elevate quotazioni anche da un altro punto di vista: i guadagni di Borsa fanno sentire la gente più ricca, e questo "effetto ricchezza" spinge le famiglie a consumare di più, mantenendo un boom dell'economia e dei profitti e alimentando le aspettative di un eterno "paese di Bengodi". Il prezzo che si paga è quello di una spesa che aumenta più del reddito: si investe di più e si consuma di più, indebitandosi allegramente. Famiglie e imprese prendono rischi con i propri bilanci, aumentano il debito fidandosi del fatto che nella parte attiva del bilancio i cespiti - case, azioni... - continueranno a salire di valore. Il paese intero si indebita, e di questo debito la spia (vedi p. 229, *Come diceva Dickens...*) è il saldo corrente con l'estero.

La lunga galoppata delle quotazioni nella seconda parte degli anni Novanta aveva fatto così sviluppare in America - cuore e motore dell'economia mondiale - una colossale bolla. Come si vede dal grafico, imprese e famiglie americane erano andate spendendo, anno dopo anno, molto più di quel che guadagnavano. E avevano potuto farlo grazie alla fiducia in una "nuova economia"

che avrebbe assicurato profitti e prosperità, specchio e riflesso di quotazioni azionarie rigonfie. Ma una bolla che dura più a lungo è anche una bolla che fa più "rumore" quando scoppia. Quando le imprese si accorsero di avere investito troppo e ridussero bruscamente gli investimenti, anche le famiglie si accorsero di aver speso troppo e cominciarono a ridurre i consumi. In questo delicato frangente esplosero i tragici eventi dell'11 settembre 2001. L'economia americana e l'economia mondiale si trovarono a dover contendere con un "triplice urto": una crisi da sovrainvestimento, un rallentamento congiunturale dovuto alla necessità di rammentare bilanci privati sfilacciati dal troppo debito e un sanguinoso e terribile *deus ex machina* che sembrava fatto apposta per indebolire ulteriormente una fiducia già incrinata.

□ *L'enigma Giappone* Siamo nel Giappone del 2001 e un anglosassone innamorato del paese del Sol Levante e da decenni ivi residente ha deciso di naturalizzarsi. Arrivano gli ispettori del ministero dell'Interno in casa sua. Che cosa cercano? Droga? Prove di associazioni criminali? Connessioni con lo spionaggio di paesi ostili? Nulla di tutto questo. Rovistano nel frigorifero e guardano l'arredamento, per accertarsi che abitudini culinarie e modi di vita siano veramente "giapponesi". L'esame è passato, ma quando il nostro, in vacanza nell'isola settentrionale di Hokkaido, vuole andare in un bagno pubblico tradizionale - vasche calde, abluzioni, vapore... - gli viene negato l'ingresso perché è *gajin*, straniero: e neanche il passaporto giapponese lo soccorre.

Tutto questo, naturalmente, sarebbe impensabile accadesse a chi voglia naturalizzarsi in America, in Italia o in Bulgaria. Ma accade in Giappone.

E quel che accade ci avvicina all'essenza del problema, a quello che è stato il segreto del successo come dell'insuccesso del Giappone. Il Giappone ha un fortissimo senso di diversità, una diversità che è diversa dalle diversità italiane o francesi o inglesi: queste ultime affondano le radici in una *humus* comune, ma poi alberi e arbusti e cespugli sono diversi. In Giappone la diversità sua propria risale dalle radici agli alberi stessi, che non sono naturalmente tutti eguali ma che hanno in comune, attraverso questo profondo senso di identità collettiva e di appartenenza a una civiltà cesellata e infiorata, molto più di quanto abbiano in comune popoli meno omogenei.

Perché questo "essere giapponesi", questa disciplina collettiva che aveva servito così bene il Giappone nei primi decenni esaltanti del dopoguerra, non lo serve più? Perché l'economia giapponese è in crisi e ansima senza ritrovare la via della crescita?

C'è, a questa domanda, una risposta "da economisti": il Giappone è in crisi perché c'è la deflazione, perché la popolazione invecchia, perché lo scoppio della bolla - borsistica, delle case, dei terreni... - alla fine degli anni Ottanta ancora pesa sui bilanci delle banche, perché il governo non fa le riforme strutturali... Tutte spiegazioni giuste, ma che potrebbero dar luogo a infinite altre domande: perché c'è la deflazione, perché ci fu la bolla, perché i giapponesi fanno pochi figli, perché il governo non fa le riforme?

Una risposta forse più vaga ma più completa deve di nuovo far leva sulla diversità giapponese, su quel profondo senso di identità cui i giapponesi si aggrappano per definirsi in un mondo "al di là del mare". In breve, questo mondo li invita a essere "meno giapponesi": la globalizzazione, che non è solo dei commerci e degli investimenti ma anche della cultura e della vita quotidiana, chiede ai giapponesi di "annegarsi" nell'indistinto. E gli inviti spietati della globalizzazione li hanno colti proprio nel momento in cui i successi dell'industria e della finanza avevano inciampano in un fisiologico ripiegamento. Le crisi finanziarie, come i poveri, "saranno sempre fra voi", i periodi di boom in tanti paesi sono stati seguiti da periodi di *boom*, ma è solo in Giappone che lo *boom* è andato suppurando per anni come una piaga non disinfettata. E la ragione sta nel fatto che la società è entrata in crisi quando entrava in crisi l'economia: i giapponesi, insomma, fanno oggi fatica a essere giapponesi, e il modello prevalente della rivoluzione informatica, che fa premo sull'iniziativa individuale, mal si adatta a una società che aveva fatto della coesione sociale e dell'omogeneità culturale il suo "marchio di fabbrica".

Tutto questo non vuol dire che l'innovatività si sia spenta. Tante storie di successo anche nella *new economy*, dal connubio telefoni cellulari-Internet a grosse nicchie di *software* a innovazioni di computerizzazione logistica nella distribuzione, ci ricordano che i giapponesi, presi individualmente, sono capaci come tutti gli altri di abbracciare le novità e farle fruttificare. Ma è la società nel suo insieme che avanza controvento, perché deve accettare di cambiare e ha paura, come tutti noi, di cambiare.

□ *Come diceva Dickens...* Mister Micawber, un personaggio di *David Copperfield*, famoso libro del grande scrittore inglese Charles Dickens, ci dà una piccola lezione di economia: «Reddito annuo 20 sterline, spesa annua 19 sterline e 6 scellini: risultato, felicità. Reddito annuo 20 sterline, spesa annua 20 sterline e 6 scellini: risultato, miseria».

La "lezione" è facile da capire. Ed è una lezione che vale sia per una famiglia che per un paese intero. Come si fa, per un paese intero, a capire se vive al di sopra dei propri mezzi, come nel "secondo

caso" della lezione di Mister Micawber? Semplice, basta andare a vedere se i suoi conti con l'estero sono in surplus o in deficit. Perché questi conti con l'estero sono la "spia" di un reddito che eccede o meno la spesa?

Per capire questo punto bastano alcune identità contabili. Consideriamo dapprima il caso di un'economia chiusa, cioè senza rapporti con l'estero. In quel caso il reddito prodotto (Y) è utilizzato o per consumi (C) o per investimenti (I):

$$Y = C + I$$

Introduciamo poi i rapporti con l'estero: arrivano sulla scena le importazioni (M) e le esportazioni (X). A questo punto sappiamo che ciò che viene prodotto nel paese può essere non solo consumi e investimenti destinati al paese stesso ma anche beni destinati a essere esportati: quindi

$$Y = C + I + X$$

Però questa espressione non è ancora giusta. I beni consumati o investiti nel paese potrebbero essere stati anche importati da altri paesi. Quindi, perché quella espressione sia giusta, bisogna togliere da (C + I) quei beni (M) che sono stati importati. L'espressione giusta allora è:

$$Y = C + I - M + X$$

Adesso riscriviamo questa identità nel modo seguente:

$$Y - (C + I) = X - M$$

A sinistra c'è il reddito prodotto nel paese (Y) e la spesa del paese stesso: consumi più investimenti (C+I). A destra c'è il saldo dei conti con l'estero (tecnicamente si dice: della bilancia corrente con l'estero), $X - M$. Si vede dunque che quando la spesa (C+I) è più grande del reddito prodotto (il paese "vive al di sopra dei suoi mezzi"), l'espressione a sinistra è negativa, e quindi deve essere anche negativa l'espressione a destra. Se $X - M$ è negativa, allora vuol dire che le importazioni sono superiori alle esportazioni e la bilancia corrente è in deficit. Ecco quindi che una bilancia corrente in deficit indica che un paese spende più di quel che guadagna e necessariamente si indebita per mantenere quel "tenore di vita".

Un'altra crisi? Gli ingredienti...

La crisi delle società Internet del 2000-2001 è la prima scossa di un altro terremoto finanziario che si prepara? O è una banale bolla che si è già sgonfiata e che sarà presto dimenticata?

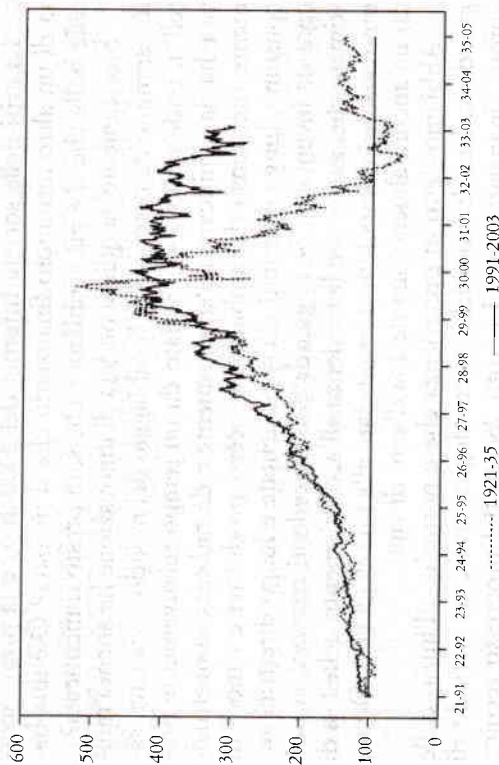
Storicamente, la quinta ondata di innovazione ha ancora molto cammino da percorrere. Il cablaggio del mondo – via cavi, satelliti, onde radio... – è iniziato da un tempo relativamente breve e ha da ramificarsi geograficamente e da radicarsi concettualmente (nel senso di cambiare i processi produttivi e i modi di consumo, lungo direzioni già sperimentate e lungo direttrici ancora da inventare). Se si guarda alle precedenti *tsunami*, si può stimare che, anche con la tendenza all'accorciamento delle fasi di innovazione, questa (che è cominciata alla fine degli anni Ottanta) ha ancora almeno una decina d'anni di vita.

Abbiamo detto in precedenza che è normale, all'inizio delle grandi ondate di innovazione tecnologica, avere un periodo di euforia finanziaria, in cui i frutti sperati del progresso tecnico vengono incorporati nelle quotazioni dei valori azionari; e abbiamo detto che questa bolla si sgonfia una volta che detti frutti, attraverso la concorrenza, vengono distribuiti sulla comunità intera e non appropriati dai soli produttori come maggiori profitti. Si potrebbe allora pensare che questo "rito di iniziazione" si è già consumato, che l'ondata della "civiltà della luce" (come è stata definita l'era di Internet, con l'informazione – questa "materia prima" del processo produttivo – che viaggia nel mondo lungo le fibre ottiche alla velocità della luce) ha già pagato lo scotto delle esagerazioni, delle bolle, delle crisi di crescita, e adesso i mercati finanziari possono riprendere il loro secolare e salutare progresso.

Da questo punto di vista, il "grafico della paura" (fig. 14) non dovrebbe preoccupare. Il parallelismo fra i dieci anni che precedettero il 1929 e i dieci che hanno preceduto il 2000 è impressionante, ma quel che successe nei dieci anni successivi al 1929 non è affatto obbligato a ripetersi. L'economia mondiale di oggi non è un "altro pianeta" rispetto a quella di allora.

Tuttavia, è vero che, malgrado lo sgonfiamento della bolla Internet, permangono sulla scena economica internazionale molte tensioni irrisolte, e la possibilità di un collettivo moto di sfiducia

Fig. 14. Il "grafico della paura" (indice Dow Jones, titoli industriali, 1921-35 e 1991-2003 - inizio periodo = 100)



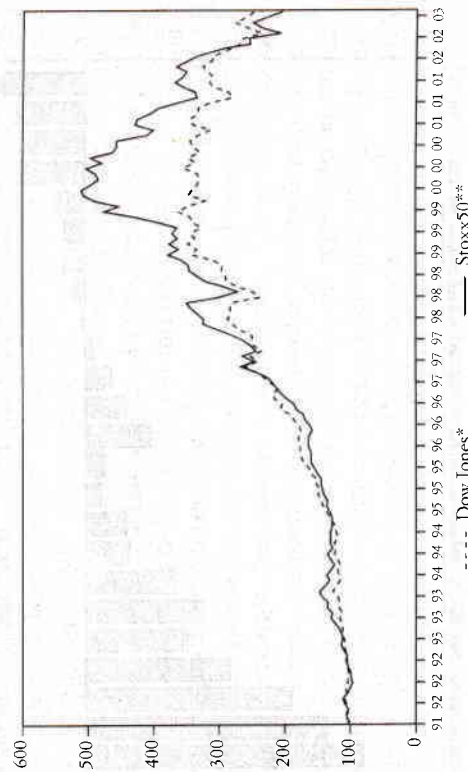
FONTE: elaborazioni su dati Dow Jones.

non è da ignorare. Vediamo di elencare queste tensioni e questi pericoli.

Le manifestazioni più appariscenti della *bubble* di Internet non sono più presenti, ma i comportamenti ingenerati da una bolla che ha riguardato un po' tutti i mercati azionari (vedi fig. 15, che mostra come la galoppata delle Borse negli anni Novanta abbia coinvolto tanto l'Europa quanto gli Stati Uniti) continuano a rigare quell'America da cui si dipartono, nel bene e nel male, le gioie e i dolori delle Borse mondiali.

L'eccesso di spesa negli Stati Uniti che abbiamo visto sopra è insostenibile e dovrà rientrare. Quel deficit finanziario che si è andato accumulando anno dopo anno nei bilanci privati ha portato il debito di famiglie e imprese a livelli mai registrati nel dopoguerra. Al deterioramento dei bilanci privati si è accompagnato un miglioramento di quelli pubblici, con i surplus di bilancio che hanno fatto diminuire il debito pubblico. Ma l'eccesso

Fig. 15. Stati Uniti-Europa, galoppate parallele (indici di Borsa - 31 dicembre 1991 = 100)



* 32 Blue Chip americane.

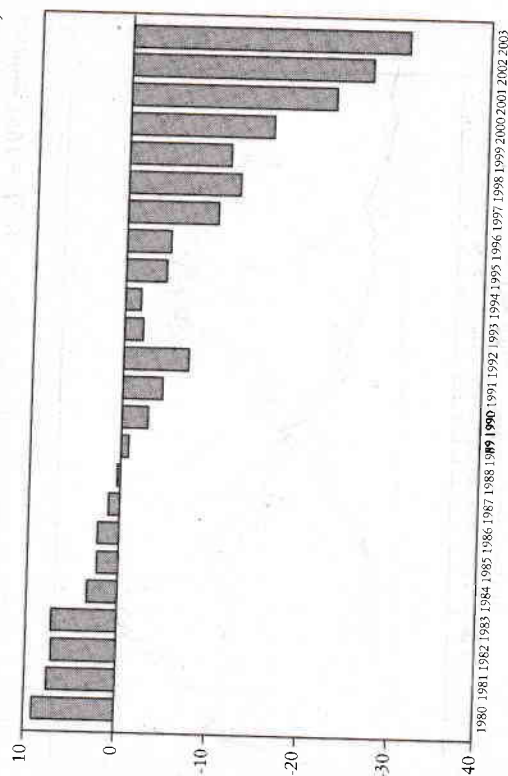
** 50 Blue Chip europee.

FONTE: elaborazioni su dati Reuters.

so di spesa privata ha più che compensato la "virtù" pubblica e il debito complessivo della nazione è aumentato vertiginosamente: l'accumularsi dei disavanzi correnti ha portato il debito estero americano (vedi fig. 16) a livelli che a fine 2003 saranno superiori ai 3.000 miliardi di dollari, oltre il 30% del PIL. Il deterioramento ha proceduto con una rapidità incredibile. Dall'inizio del secolo gli Stati Uniti avevano una posizione sull'estero attiva, e ancora nel 1980 questo attivo era pari a quasi il 10% del PIL. La posizione è andata in debito negli anni Novanta, in coincidenza con la lunga espansione e la lunga impennata della Borsa americana, e nello spazio di pochi anni ha raggiunto l'enorme passivo che si è detto.

Questo 30% è poco, è tanto? Qual è il limite oltre il quale il debito estero non può andare? Questo limite non lo sappiamo veramente (vedi p. 241, *Debiti e limiti*), però sappiamo per certo che questo rapporto non può crescere indefinitamente. E, per

Fig. 16. La posizione netta sull'estero degli Stati Uniti (in % del PIL)



FONTE: elaborazioni su dati US Department of Commerce e previsioni OCSE.

gli Stati Uniti, la persistenza di un deficit corrente con l'estero, pur in tempi di economia debole, è un chiaro campanello d'allarme.

Dato che il peso del debito non può crescere indefinitamente, ecco che diventa inevitabile attendersi un alleggerimento di quel debito. Come fa una famiglia che deve alleggerire il debito? Si stringe la cinghia. Ed è lo stesso per un paese: deve smettere di consumare più di quel che produce, e possibilmente deve per un po' produrre più di quel che consuma, in modo da destinare questo "risparmio" (o avanzo corrente - vedi p. 229, *Come diceva Dickens...*) alla riduzione del debito. Ma per un intero paese ridurre i consumi o gli investimenti vuol dire recessione: la virtù microeconomica del risparmio diventa vizio macroeconomico del vuoto di spesa.

L'alternativa? Una forte svalutazione, che valga a restringere la domanda interna con l'aumento dei prezzi delle importazioni, ma non necessariamente a causare una recessione, ché la svalutazione sostiene le esportazioni. La recessione, in un certo senso, viene "esportata" perché il paese importa di meno (e quindi fa

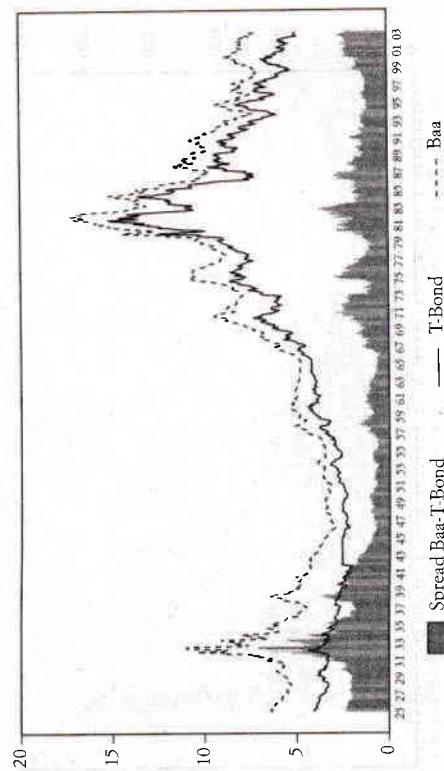
cadere le esportazioni degli altri) ed esporta di più (e queste **esportazioni** sostituiscono quelle degli altri paesi che non hanno svalutato). Quando un paese, però, è della stazza degli Stati Uniti, "esportare la recessione" è una scelta altrettanto dolorosa per l'economia mondiale quanto quella di "soffrire una recessione" per l'economia americana. Recessione o svalutazione, il rientro degli Stati Uniti dal debito estero - lo stringersi, prima o poi, la cinghia - è un ingrediente di crisi internazionale. A meno che non sia graduale e lineare (ma la vita di solito non è graduale e lineare...), questo rientro non porterà nulla di buono. Tanto più che l'alternativa "recessione o svalutazione" non è veramente un'alternativa, ma piuttosto un "uno-due" in rapida successione. Abbiamo detto che nel 2003 gli Stati Uniti registrano ancora un fortissimo deficit corrente con l'estero, vicino al 5% del PIL. Anche se questo deficit dovesse ridursi - come inevitabilmente si ridurrà - negli anni a venire, sempre di deficit si tratta, che si aggiunge all'enorme debito estero preesistente. E questo deficit deve essere finanziato. Può essere finanziato in due modi: con afflussi volontari di capitali (che acquistano "pezzetti d'America" venendo a investire in attività reali o finanziarie americane) o con afflussi involontari. Cosa vuol dire "afflussi involontari"? Vuol dire che la domanda privata di attività americane si riduce e il deficit corrente non può più essere finanziato per quella via. Riducendosi la domanda di dollari, il prezzo del dollaro si riduce, le banche centrali non americane diventano "compratori di ultima istanza" di dollari. Che cosa fanno con i dollari che arrivano nelle loro casse? Fanno quello che hanno sempre fatto con le riserve in moneta americana: le investono in titoli sicuri come i titoli del Tesoro americano. E questi sono appunto gli afflussi "involontari" (perché non provengono da libere decisioni del settore privato) di capitali. Il deprezzamento del dollaro, però, fa correre dei rischi all'inflazione americana, perché fa rincarare i prezzi dei beni importati. Ciò vuol dire che, per contrastare la recessione, la Federal Reserve esiterà a ridurre i tassi d'interesse, dato che si viene a creare un contrasto fra i suoi due scopi statutari: sostenere la crescita e combattere l'inflazione. Questo contrasto rende più difficile uscire dalla recessione. Insomma, per gli Stati Uniti il rientro dal debito passa per un nodo intricato: una combinazione di recessione e svalutazione.

Un altro elemento preoccupante, poi, è la qualità del debito privato americano. Si può guardare a questa qualità passando per la "scorciatoia" dello *spread*, cioè del divario fra il tasso d'interesse pagato sui titoli emessi dalle società private (ad esempio, titoli "medi", quelli con un merito di credito BAA) e il tasso d'interesse di titoli "supersicuri", come i *T-bonds* del Tesoro americano. In tempi di tensioni, di incertezza, di dubbi circa la capacità delle imprese di ripagare il debito, questo divario aumenta. La fig. 17 mostra l'andamento di queste grandezze dal 1925 al 2003. Si vede come lo *spread* raggiunse il massimo storico negli anni più bui della Grande Depressione - 1931-33 - e scese ai minimi negli anni di forte crescita del primo dopoguerra (fine anni Quaranta, anni Cinquanta e primi anni Sessanta); poi, risalì bruscamente nella recessione dei primi anni Ottanta, brutalmente provocata da Paul Volcker - allora presidente della Federal Reserve - per stroncare l'inflazione con un massiccio aumento dei tassi. Da allora, il divario seguì un cammino in discesa, solo temporaneamente interrotto dalla caduta dei prezzi del petrolio nel 1987 (che aprì la prospettiva di una disinflazione di lungo periodo, facendo scendere i tassi sui titoli pubblici più di quelli sui titoli privati) e dalla recessione del 1990-91. Dopo quest'ultimo episodio, la lunga espansione dell'economia americana fece scendere la rischiosità dei titoli privati, contribuendo alla riduzione dello *spread*. Ma negli ultimi anni il divario si è andato ingrandendo di nuovo: il "troppo debito" del settore privato è un elemento di fragilità, che pesa sul costo del danaro a lungo termine.

Una crisi finanziaria dipende dai problemi nuovi che emergono, ma dipende anche da quelli vecchi che permangono. E, da questo punto di vista, dobbiamo chiederci: lo scrollone della Borsa americana che, al momento in cui scriviamo (febbraio 2003), ha perso circa il 20-30% (la percentuale varia a seconda degli indici) rispetto ai massimi del 2000, ha già fatto piazza pulita degli eccessi o è ancora a livelli "anormali", con la conseguenza che Wall Street sarebbe di tanto più colpita da una eventuale recessione? E come si giudica se un livello di Borsa è "anomalo"?

Se si conoscesse la risposta a questa domanda, le bolle non esisterebbero. Vi sono tuttavia alcuni confronti *prima facie* che possono essere tentati. Il valore delle aziende quotate in Borsa

Fig. 17. Stati Uniti, tassi a lunga 1925-2003 (Corporate e T-Bond, 20 anni)



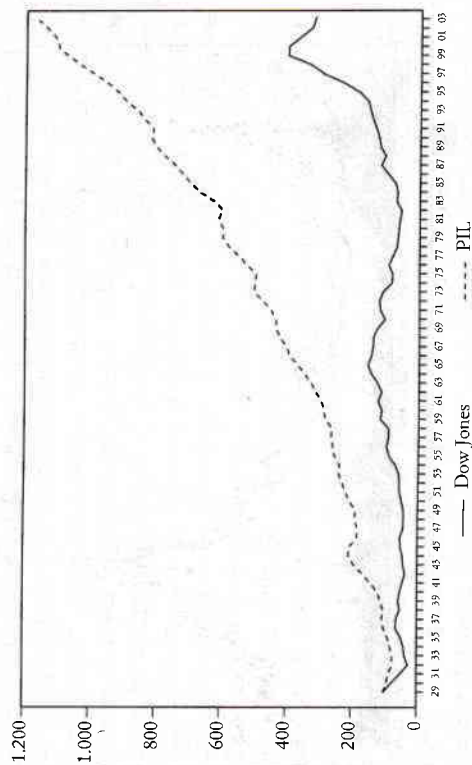
FONTE: elaborazioni su dati Federal Reserve e Moody's.

dovrebbe essere rappresentativo, se il mercato azionario è speso e ampio, del valore di tutte le aziende. E il valore delle aziende dipende dai profitti che fanno e faranno: l'azione non è un altro che un "grumo" dei profitti futuri, collassati nel valore di oggi. Ora, dato che nel lungo periodo la distribuzione del reddito nazionale fra profitti e salari è abbastanza costante, ne consegue che l'andamento dell'indice azionario, nel lungo periodo, non dovrebbe discostarsi significativamente dall'andamento del reddito nazionale, cioè il PIL (Prodotto interno lordo).

La fig. 18 mette a confronto queste due grandezze reali nei settant'anni e passa che vanno dal 1929 al 2003. A prima vista, il responso del grafico sembra consolante. Fatto, per le due grandezze, il 1929 uguale a 100, si vede che il PIL è cresciuto molto più dell'indice di Borsa.

Quindi, la Borsa non è sopravvalutata; è, semmai, sottovalutata. Questo confronto, tuttavia, è fallace e sottolinea una "trappola" comune a queste comparazioni. In questo caso, la trappola sta nella scelta dell'anno base. Sappiamo che il 1929 fu l'anno della crisi di ottobre, ma fu anche l'anno in cui l'indice raggiunse il mas-

Fig. 18. Stati Uniti 1929-2003, Borsa e PIL -1- (grandezze reali¹, indici 1929 = 100, dati medi annuali, stime per il 2003)



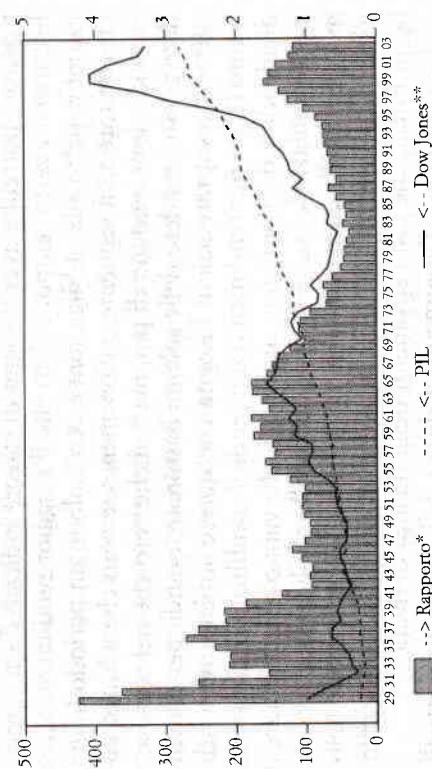
¹ Deflazonate col deflatore del PIL.

FONTE: elaborazioni su dati US Department of Commerce e Dow Jones.

simo. Nella media dei 12 mesi, il 1929 fu l'anno dell'eccesso, fu l'anno della bolla. Quindi, prendere a base il 1929 quando si confrontano PIL e Borsa vuol dire "partire alto" per la Borsa, partire dalla performance di un anno anomalo. D'altronde, una base comune ci vuole, perché altrimenti si confronterebbero due termini troppo diversi nelle loro unità di misura: i miliardi di dollari del PIL da una parte e un indice di Borsa dall'altra. Qual è, allora, l'anno ideale per la base? Non c'è una risposta esatta a questa domanda: si dovrebbe prendere idealmente a base un anno in cui le due grandezze erano "normali"; ma, dato che stiamo facendo questo esercizio appunto per giudicare della "normalità" di una grandezza rispetto all'altra, finiremmo in un ragionamento circolare. La risposta meno arbitraria è quella di prendere a base non un singolo anno, ma la media di tutto il periodo. Rifacendo il grafico con le due grandezze espresse come "media 1929-99 = 100", i risultati, come si vede, sono preoccupanti (fig. 19).

Si nota chiaramente dal grafico l'eccezionalità del 1929 (il rapporto fra l'indice di Borsa e l'indice del PIL è il più alto di tut-

Fig. 19. Stati Uniti 1929-2003, Borsa e PIL -2- (grandezze reali, indici 1929-99 = 100, dati medi annuali, stime per il 2003)



* Rapporto indice di Borsa/PIL.

** Deflazonate col deflatore del PIL.

FONTE: elaborazioni su dati US Department of Commerce e Dow Jones.

to il periodo) e si vede anche come, a inizio 2003, e malgrado la forte caduta dal 2001-2002, l'indice di Borsa si situi ancora nettamente più in alto dell'indice del PIL. Una situazione, questa, che è possibile solo se si pensa che negli anni a venire i profitti cresceranno sistematicamente più rapidamente del PIL. Essendo questo andamento altamente improbabile, il livello presente della Borsa americana è storicamente precario.

Un argomento a difesa della "solidità" dei livelli attuali di Borsa è il seguente: è diminuito il "premio azionario" e le quotazioni riflettono questo scalino *una tantum*. Cosa vuol dire?

Storicamente, le azioni hanno reso sempre più delle obbligazioni. Di per sé, la cosa è strana perché il rendimento di strumenti finanziari alternativi dovrebbe livellarsi. Se un investimento è sistematicamente più conveniente di un altro, i capitali si dirigono verso il primo, e ne fanno aumentare il prezzo fino a che il rapporto fra rendimento e prezzo diventa eguale a quello dell'altro investimento. La sola ragione che spiega come l'investimento in azioni possa essere sistematicamente più conveniente

dell'investimento in obbligazioni sta nel fatto della maggiore volatilità dei prezzi delle prime rispetto alle seconde. Dato che l'investitore potrebbe aver bisogno di riavere indietro il suo capitale entro un certo tempo, e dato che il maggior rendimento delle azioni rispetto alle obbligazioni è vero solo in un periodo lungo, l'investitore fa il seguente ragionamento: è vero che a lungo andare le azioni rendono di più, ma è anche vero che nel corto andare posso prendere delle solenni bastonate; quindi, per convincermi a comprare azioni bisogna che queste abbiano un rendimento (dove per rendimento si intende il combinato disposto del dividendo e degli utili non distribuiti, che vanno ad aumentare il valore dell'azione) superiore a quello delle obbligazioni. Questo maggior rendimento si chiama *equity premium*, o "premio azionario" (che non ha niente a che fare con i premi che si acquistano in Borsa, che sono strumenti della finanza derivata).

Ora, prosegue l'argomento a difesa delle quotazioni attuali, quel che è successo è che gli investitori – anche per merito del peso crescente dei cosiddetti "investitori istituzionali", fondi d'investimento, fondi pensione e simili – hanno allungato il loro orizzonte di riferimento. Si sono convinti veramente, anche grazie alla lunga espansione dell'economia e delle quotazioni negli anni Novanta, che le azioni sono effettivamente un investimento più conveniente e hanno, consciamente o inconsciamente, deciso di abbassare l'*equity premium* che chiedono. Abbassare il rendimento richiesto implica automaticamente un aggiustamento verso l'alto del valore dell'azione (vedi p. 242, *Rendimenti calanti, prezzi sorgenti*), e questo aggiustamento, diluito nel tempo mano che si **andava** affermando la presa d'atto della superiorità dell'investimento/azionario, contribuisce a spiegare la galoppata delle Borse negli anni Novanta.

Tuttavia, neanche questa tesi è convincente. Quel grafico su Borsa e PIL (fatto il 1929 = 100) è, come abbiamo detto, criticabile perché fa partire l'indice di Borsa da un anno anomalo come il 1929. Ma allo stesso tempo quel grafico ci dà la sensazione dell'immensa volatilità dell'investimento azionario. Un investimento che nel lungo periodo, come detto, dà soddisfazioni, ma che, se uno "sceglie" male l'anno in cui entra, può dare molte delusioni. Chi avesse investito i propri averi in Borsa nel 1929 avrebbe dovuto attendere trent'anni per riavere, nel 1959, il va-

lore reale del proprio investimento. Se uno avesse investito in Borsa nel 1965, avrebbe di nuovo dovuto attendere una trentina d'anni per riavere, nel 1994, un capitale con lo stesso potere d'acquisto. Questa volatilità è cambiata di recente? A giudicare dall'indice più ampio della Borsa americana – il Wilshire 5000 – sembra di no: fra i massimi del 2000 e i minimi del 2002, ha perso un terzo del proprio valore. E non è escluso che ci vogliano di nuovo molti – o moltissimi – anni prima che il valore reale di un investimento in Borsa torni ai livelli del marzo dell'anno 2000...

□ *Debiti e limiti* Sì, ma fino a quando...? Come la vita personale, anche la vita economica è costellata di domande di questo genere. Gli economisti – e i non economisti – si chiedono spesso qual è il "limite" di qualche cosa: ad esempio, oltre quale livello la pressione fiscale diventa insostenibile o insopportabile? Colin Clark, un economista britannico, scrisse un famoso articolo nel 1945 affermando che, se la pressione fiscale (cioè il peso di imposte e tasse nel reddito nazionale) fosse andata oltre il 25%, si sarebbe scatenata l'inflazione o sarebbero successe altre cose terribili. Naturalmente, come sappiamo, pur con la pressione fiscale sul 40% e passa (e superiore al 50% in alcuni paesi scandinavi) non è successo nulla di simile.

E per il debito estero? Qual è il limite del debito? La domanda, abbiamo detto, è importante per la situazione americana. E in questo caso la risposta, si potrebbe dire, è ancora più "soffice" rispetto al caso della pressione fiscale. In Australia, ad esempio, il debito estero è vicino al 60% del PIL, e l'Australia non è ancora sprofondata nell'oceano (anche se ha "pagato" questo fardello con periodiche svalutazioni e dando agli stranieri fette crescenti delle proprie risorse). Il fatto è che quando diciamo "debito estero", impieghiamo un'espressione più lata rispetto a quanto solitamente si intende. L'espressione tecnica "posizione netta sull'estero" è un po' meno preoccupante. Si arriva a calcolare quest'espressione guardando a tutte le attività americane possedute da stranieri e sottraendo da queste tutte le attività straniere possedute dagli americani. Quindi entrano nel calcolo del debito estero anche le azioni della IBM comprate da un italiano o da un tedesco: che sono "debito" dell'America solo nel senso che sono "pezzi d'America" che gli Stati Uniti non possiedono: li "devono" all'estero. Però, se un italiano o un tedesco comprano azioni della IBM, il debito estero USA non aumenta: gli Stati Uniti, da una parte, non avranno più, fra le attività degli americani, quelle azioni che io ho comprato; però avranno, fra le loro attività estere, gli euro che io ho sborsato per comprare i dollari coi quali ho comprato le azio-

ni. La "posizione netta" è quella di prima. La posizione netta peggiora invece – ed è quello che si verifica da anni negli Stati Uniti – se il paese intero consuma più di quel che produce. Questo "più", questo eccesso di spesa, deve essere finanziato, e viene finanziato dando in mano agli stranieri tanti "pezzetti d'America": titoli di debito o azioni o case o terreni...

□ *Rendimenti calanti, prezzi sorgenti* Può sembrare un paradosso: quando qualche cosa rende di meno, vale di più! Se i tassi d'interesse scendono, i valori capitali salgono... Per capire il paradosso, guardiamo a un titolo a lungo termine emesso l'anno scorso al tasso fisso del 5% e al prezzo di 100. Supponiamo ora che i tassi d'interesse scendano al 4%, talché i nuovi titoli a lunga vengono emessi al 4%. A questo punto, i "vecchi" titoli che rendevano il 5% diventano più appetibili e la loro richiesta sale, e così sale anche il prezzo. E il prezzo salirà fino a 125, perché a quel punto il rendimento dei vecchi titoli (5 è il 4% di 125) sarà eguale a quello dei nuovi. Il paradosso ora non è più tale: il prezzo di quel titolo è salito da 100 a 125 perché quel titolo rendeva più degli altri. Il calo dei tassi ha fatto svettare il vecchio titolo in cima alla classifica dei rendimenti e, proprio perché rendeva di più (degli altri), il suo prezzo è salito così da livellare i rendimenti. Perché questo succeda bisogna naturalmente che il rendimento del vecchio titolo sia indipendente dal mutare delle condizioni di mercato: se il vecchio titolo fosse stato un CCT (quindi a tasso variabile), questo aumento del valore capitale non ci sarebbe stato, perché il rendimento sarebbe automaticamente sceso. Il meccanismo di "tassi calanti, valori sorgenti" vale anche per le attività reali come una casa: una casa data in affitto è un investimento il cui rendimento è in concorrenza con quello degli investimenti finanziari. Se i tassi d'interesse scendono, l'affitto, che rimane fisso, fa della casa un investimento più appetibile, e quindi il suo valore di mercato sale.

Del pari, se l'*equity premium*, che prima era, mettiamo, di 2 punti percentuali, scende a 1, che cosa succede? Supponiamo che, prima del calo del *premium*, le obbligazioni rendessero il 5% e le azioni rendessero il 7: quei 2 punti in più erano il "premio" richiesto dall'investitore per compensare la volatilità del prezzo delle azioni. Se questo premio cala da 2 punti a 1 e il rendimento richiesto diventa quindi il 6%, il valore delle azioni sale: dato che gli utili attesi rimangono pari a 7 per ogni 100 euro di azioni, il valore delle azioni dovrà crescere fino a 116,66, perché a quel prezzo gli utili di 7 costituiranno appunto il 6% dell'investimento.

Un'altra crisi? I rimedi...

Nella pentola ribollono, insomma, molti ingredienti malsani. Il paese al centro dell'economia mondiale – gli Stati Uniti – soffre di squilibri profondi (troppo debito privato), il numero due del pianeta – il Giappone – soffre di una simile infezione (troppo debito pubblico), sia dollaro che yen hanno bisogno di deprezzarsi (ma contro chi?), le Borse in America e in Europa hanno corso troppo negli anni passati e devono ancora smaltire il sovrappeso, la qualità dei prestiti bancari si è deteriorata un po' ovunque, il Sud Est asiatico è di nuovo in crisi, i paesi chiave dell'America Latina – Brasile e Argentina – si barcamenano su uno strettissimo crinale fra recessione e svalutazione... Se una crisi finanziaria mondiale dovesse scoppiare, quali sarebbero i presidi? E quali i rimedi?

La saggezza convenzionale dice che abbiamo imparato dal 1929, che gli errori che condussero alla Grande Depressione non si ripeteranno, che le istituzioni di controllo e garanzia del mercato sono solide, che esistono reti di sicurezza a livello nazionale e internazionale. Abbiamo già visto, tuttavia, che tutti i controlli pubblici e privati non hanno impedito a sogni, cupidigie, illusioni e paure di ricreare, a cavallo del millennio, una grossa bolla, come è successo con le azioni della tecnologia in particolare e di tutto il mercato azionario in generale. E, se allarghiamo lo sguardo, ancora più in generale, dal mercato azionario all'economia intera, vediamo che istituzioni moderne, politiche economiche sofisticate e reti di sicurezza non hanno impedito al Giappone (vedi p. 228, *L'enigma Giappone*) di conoscere una decennale prostrazione dell'economia. Potrebbe la storia giapponese – *de te fabula narratur* – estendersi ad altri paesi?

La crisi giapponese ha caratteristiche e fattezze molto specifiche di quel popolo e di quell'arcipelago. Ma il fatto rimane che la globalizzazione ha introdotto nel sistema economico mondiale una grossa dose di incertezza. Soppesando gioie e dolori, non vi è dubbio che la globalizzazione porta più vantaggi che svantaggi, ma non vi è neanche dubbio che il senso della sicurezza del posto di lavoro, così come della sicurezza degli investimenti, sia andato scemando. La globalizzazione e la liberalizzazione permettono la diversificazione geografica degli investimenti. Ma la

diversificazione non è più un rifugio, dato che i mercati tendono a essere sempre più correlati. Una ricerca del Fondo monetario ha mostrato come questa correlazione vada al di là di quanto giustificabile sulla base degli andamenti reali delle economie coinvolte, ed è quindi da ricercare nella trasmissione istantanea di fiducia e sfiducia, negli "spiriti animali" che, resi noti in tempo reale lungo l'etere delle onde elettromagnetiche o i fotoni delle fibre ottiche, si allargano nel pianeta attivando risonanze ed euforie e panici...

Una sponda alla "voglia di non spendere" – alla caduta della propensione alla spesa di famiglie e imprese – viene certamente nel nostro secolo dalla presenza di un grosso settore pubblico, le cui decisioni di spesa sono – in questo caso fortunatamente – vischiose, se non addirittura anticicliche (quando il settore privato non spende e l'economia va in crisi, lo Stato spende di più per pagare i sussidi di disoccupazione e altre spese di sostegno del reddito). Questa "presa keynesiana" sulla domanda globale fa da baluardo alla caduta del reddito. Non ci sarebbe stata, negli anni Trenta, la Grande Depressione in America se la rete di sicurezza sociale (spese di trasferimento alle persone) fosse stata pari a più del 10% del PIL come nel 2001 invece di essere meno dell'1% come nel 1929, o se il settore pubblico avesse "occupato" un terzo dell'economia come nel 2001 invece di un decimo come nel 1929.

Ma ci potrebbe essere qualcosa di più a far da baluardo a quell'insicurezza che mina la voglia di consumare o la baldanza nell'investire. Questo qualcosa di più può ritrovarsi in una estensione, verso i "massimi sistemi", del concetto di assicurazione.

Quando il futuro è pregno di pericoli, ci si assicura: contro gli incidenti, gli incendi, il furto, la morte... Nei mercati finanziari, l'assicurazione ha preso le forme delle opzioni *put* e *call*. Se, ad esempio, ho comprato un'azione FIAT e mi voglio premunire contro la possibilità di un crollo, posso, pagando, comperare un'opzione *put*, che mi dà il diritto a vendere quell'azione FIAT a un prezzo prefissato, quale che sia il prezzo di mercato. Un'altra forma di assicurazione in senso lato è la possibilità di investire non in questa o quella azione ma nell'intero mercato azionario, comprando un "contratto" rappresentativo dell'indice di Borsa. Oppure, naturalmente, si può lasciare questa diversifica-

zione ai fondi d'investimento, bilanciati o meno... Ma alla fin fine, tutti questi strumenti finanziari sono legati a un valore patrimoniale che, in quanto dipendente dalle mutevoli aspettative sul futuro, è, quasi per definizione, più volatile del reddito sottostante. Sarebbe possibile, per diminuire il grado di incertezza nella vita economica, "comprare" il reddito sottostante? Investire nel PIL? Fare un contratto di assicurazione sugli "accidenti" del Prodotto interno lordo come si fa un contratto sugli accidenti di macchina o di viaggio?

Robert J. Shiller, l'economista di Yale, ha proposto – e in una certa misura realizzato – contratti del genere (si veda il suo libro sui *Macro Markets*). L'idea di fondo, come tutte le idee veramente innovative, è semplice. Prendiamo, ad esempio, i contratti di Borsa: comprando un'azione si compra un diritto sui profitti di un'azienda. Ma nell'economia ci sono altri redditi oltre ai profitti: ci sono i redditi di lavoro e c'è il reddito intero dell'economia, il reddito nazionale. Perché non ci può essere un mercato per questi altri flussi di reddito, diversi dai redditi aziendali?

Il risparmiatore pensa all'investimento azionario come a una maniera per difendere il proprio capitale, per proteggersi dai rischi dell'esistenza. In questo investimento – o in quello obbligazionario – il risparmiatore investe il proprio capitale finanziario. Ma i rischi principali che corre l'investitore attengono ad altri due volti dell'"economia domestica": il reddito di lavoro e la cassa, che sono statisticamente le due più frequenti fonti di reddito, monetario o in natura. Il singolo non si può proteggere dagli "accidenti" che possono riguardare il suo flusso di reddito lavorativo o il valore dell'abitazione: non si può proteggere perché non esistono i mercati in cui andare a comprare la protezione da questi rischi. Ma questi mercati potrebbero esistere: Shiller ha definito tecnicamente le condizioni per crearli, attraverso contratti di tipo *future* (perpetui, non a scadenza) o attraverso appositi titoli negoziabili (*macro securities*).

Siamo troppo abituati a pensare ai mercati finanziari e al tipo di strumenti che vi sono trattati come i soli possibili. Ma in realtà, il fatto di scambiare su quei mercati titoli di debito pubblici o titoli di debito o di proprietà privati è in larga misura un accidente storico: quei mercati sono sorti in relazione alla necessità del sovrano di procurarsi mezzi finanziari per fare le guerre o in re-

lazione alla necessità per l'impresa di procurarsi mezzi finanziari per fare gli investimenti. Tuttavia, vi sono necessità più vicine alla vita dei singoli: la necessità di ridurre l'incertezza riguardo a fatti fondamentali della vita come il proprio reddito da lavoro o il prezzo della casa; e dovrebbe essere naturale che esistano mercati deputati a tale scopo.

Si possono scambiare su questi mercati contratti rappresentativi dei "diritti" al reddito nazionale di ogni paese o "diritti" al reddito di specifiche professioni o ancora "diritti" relativi al prezzo delle case. Dato che la casa, nella maggior parte dei casi, è il principale componente della ricchezza di una famiglia, si può creare un mercato di diritti immobiliari: se un padre o una madre di famiglia sono preoccupati dalla possibile caduta del prezzo della loro casa potranno sottoscrivere una polizza di *home equity*, che li assicura in caso di crollo dei prezzi dell'immobiliare, o potranno essere "corti" (vendere allo scoperto) di contratti su indici dei prezzi immobiliari, o acquistare un'opzione *put*...

E la stessa cosa può succedere per il reddito dei metalmeccanici o dei medici: contratti che specificano un reddito futuro medio di categoria potrebbero essere prezzati sul mercato e scambiati in compravendite che riflettono le diverse e convergenti previsioni; gli investitori sarebbero corti o lunghi a seconda delle loro attese e del grado di protezione che vogliono (i sindacati potrebbero essere, per conto dei loro aderenti, "investitori istituzionali" su questi mercati; perché i contratti di lavoro vanno da uno a tre anni quando in realtà la prima preoccupazione del lavoratore è il suo reddito di lungo periodo?). La stessa cosa, in un'ottica di diversificazione geografica degli investimenti, può darsi per il reddito nazionale dei diversi paesi. I costi di transazione sarebbero bassi perché non esisterebbe, fra l'altro, il fenomeno dell'*insider trading*: nessuno può avere informazioni privilegiate su come evolverà il PIL tedesco o quello americano o quello italiano. E la possibilità di "scommettere" su case o redditi o PIL, lungi dal trasformare la società civile in un casinò, porterebbe allo scoperto i rischi, innescherebbe un processo di *price discovery*, di "scoperta dei prezzi" di questi rischi, che altrimenti resterebbero nascosti nelle ansie individuali e collettive.

L'*homo sapiens*, abbiamo visto nei racconti delle crisi finanziarie, è anche *homo ludens*. E, come tutti i giocatori, si fa pren-

dere, e si farà sempre prendere, dall'ebbrezza del guadagno e dal timor panico della perdita. Nessuna strategia di gioco o di speculazione – nel senso nobile e non riduttivo del termine – potrà mai compiutamente proteggere dai rischi della vita economica. Ma l'*homo ludens*, perbacco, è anche *sapiens*. E non ci sono ragioni per cui non possa usare della sapienza per allargare, nelle direzioni giuste, i mercati su cui gioca i soldi e la sussistenza.