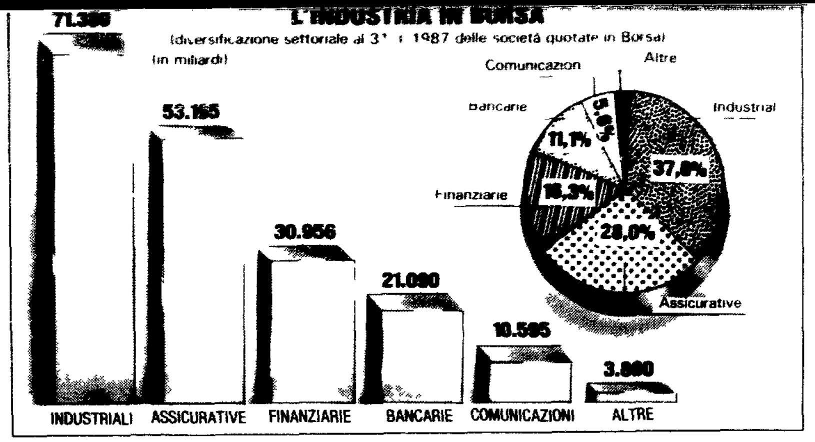


di Ferdinando Targetti

Il prof. Targetti analizza l'elemento rischio. I cinque fattori di pericolo nel mare dell'economia internazionale. La diversità del comportamento tra banchiere e azionista

Instabilità Attenzione a questa mina

Ferdinando Targetti docente all Università di Trento e alla Bocconi

VORREI trattare di tre temi, i primi due legati alla Borsa, il terzo alla «finanziarizzazione». E la Borsa elemento di stabilità e strumento di allocazione ottima? Poiché molti hanno speso molte parole — soprattutto in questi ultimi due anni di euforia — a suo favore, vorrei qui fare alcune considerazioni critiche la prima di natura congiunturale dove sosterrò che la Borsa italiana ha un futuro assai incerto essendo legata ai valori delle Borse di tutti i principali Paesi industrializzati la seconda di natura strutturale dove sosterrò che per alcuni aspetti la Borsa può essere un sistema di finanziamento piu inefficiente de sistema bancario

L andamento dei valori di Borsa e di natura oscillatoria oscillazioni di ampiezza e durata ridotta si sovrappongono a movimenti oscillatori di piu lunga durata Fino al 1983 indice della Borsa di Milano ha avuto un normale andamento ciclico poi l indice ha iniziato a salire rapidamente dalla fine del 1986 e iniziata una fase di appiattimento che potra preludere ad un certo calo Sia la fase espansiva che quella di stasi sono frutto di cause nazionali ed internazionali

LA PRINCIPALE *causa nazionale della fase di ascesa* e stata l introduzione dei fondi di investimento mobiliare un incremento di domanda di titoli a fronte di un'offerta stabile ha innalzato le quotazioni In presenza di aspettative estrapolative l aumento delle quotazioni ha indotto attese di ulteriore crescita di quotazioni e quindi domande di titoli e quindi aumento di prezzi con un meccanismo cumulativo di aspettative che si autoconfermavano La principale *causa nazionale della fase di stasi-discesa* e l'aumento di offerta di titoli che le imprese hanno operato attratte dalla convenienza di una fonte di finanziamento piu a buon mercato di quella bancaria. Le imprese sono poi state ingorde nel voler finanziarsi a buon mercato con capitale di rischio senza però voler correre il «rischio» di mutamento degli assetti proprietari Hanno operato consistenti emissioni di azioni a risparmio che hanno contribuito alla depressione dei corsi L esistenza dei fondi che hanno comperato quando i prezzi erano in discesa ha temperato la caduta dei valori Aggiustamenti con ritardo tra domanda e offerta e aspettative estrapolative sono gli ingredienti della componente nazionale della fluttuazione Ma l aumento dell offerta di titoli non ha ancora significato aumenti consistenti nel numero delle aziende che si finanziano in Borsa. Le ragioni risiedono nella insufficienza di organismi che svolgano la funzione di «levatrice» per le nuove imprese che vogliono accedere alla Borsa nei timori da parte di imprese a conduzione familiare di fare il «salto» in Borsa, nelle difficolta delle pratiche di ammissione alla Borsa, nella mancanza di questa abitudine anglosassone di finanziamento di impresa, nei timori delle scorribande di Borsa, ecc

Ed è così che malgrado il boom di Borsa di questi ultimi anni le imprese quotate alla Borsa di Milano sono 177 quando erano 178 nel 1929 la Borsa italiana e ancora molto piccola. Il boom è servito prevalentemente al finanziamento delle imprese maggiori e di quelle che erano già in Borsa Ma le cause dell ascesa e declino delle quotazioni non sono come si e detto solo nazionali Fin dall inizio della fase di ascesa tra i grandi acquirenti sulla Borsa di Milano oltre ai fondi di investimento sono stati gli stranieri che giudicavano la Borsa italiana mediamente sottovalutata Gli investitori internazionali vivevano un momento di euforia Nel 1985 l indice delle quotazioni di New York e cresciuto del 50% del 65% quello di Londra del 75% quello di Toronto e del 95% quello di Francoforte Poiche questa ascesa dei valori di Borsa si accompagna ad una stasi nella dinamica del reddito di tutti questi Paesi, temo che l'euforia potrà lasciare il posto al panico (per riprendere il titolo di un noto libro di Kindleberger)

A PARITA di quote distributive fra profitti e salari e a parità di tecniche di produzione (rapporto capitale-prodotto) la crescita del reddito nazionale equivale al saggio del profitto e analogamente, per le societa quotate, al rapporto fra gli utili e il valore di Borsa delle societa. Anche ammettendo che tutti i profitti siano reinvestiti e cioe che gli utili non siano distribuiti (mentre invece soprattutto all estero le imprese distribuiscono utili agli azionisti) il saggio di crescita dello stock di capitale e quindi anche delle quotazioni di Borsa che e il valore capitale di quel sottoinsieme rappresentato dalle imprese che sono quotate in Borsa si deve approssimare al saggio di crescita del reddito nominale (Reddito nominale perche le quotazioni devono lievitare anche per incorporare l incremento del valore dell'impresa in seguito alla lievitazione dei prezzi dei beni capitali e/o dei prodotti finiti causata dall'inflazione) L'approssimazione va fatta al saggio di crescita del reddito mondiale e delle quote di mercato del Paese sul commercio internazionale qualora la gran parte delle imprese quotate sia orientata alle esportazioni

Questo discorso di prima approssimazione va modificato se l'attivita e la profittabilita delle imprese quotate è molto diversa rispetto alle attivita di tutto il resto del sistema economico Si può quindi dire che, in un periodo sufficientemente lungo, il saggio di crescita del valore medio delle quotazioni di Borsa di un Paese industrializzato e approssimato al saggio di crescita del reddito nazionale e del reddito mondiale (moltiplicato per le variazioni delle quote del commercio internazionale del Paese) e questo e tanto piu vero quanto piu le imprese quotate sono numerose e hanno una dinamica e una profittabilita analoga a quella del resto del sistema È quindi comprensibile come il periodo reaganiano di forte espansione della domanda e del reddito nazionale americano sia stato accompagnato da una dinamica sostenuta di Wall Street e che quest'ultima abbia potuto anche eccedere, per l'operare di aspettative estrapolative, la dinamica del reddito nazionale

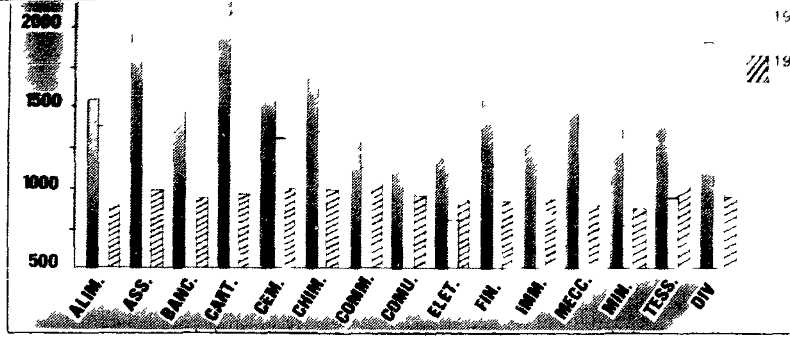
TUTTAVIA quando avviene, come e avvenuto negli ultimi anni, che il saggio di crescita del valore medio della quotazione di Borsa di vari Paesi e dalle cinque alle dieci volte maggiore della crescita del reddito nominale dei rispettivi Paesi (si ricordi che l'inflazione è calata in tutti i Paesi a partire dal 1979), o questo divario colma un ritardo di adeguamento passato dei valori oppure, come io penso sia il caso negli ultimi due anni, e il risultato di un fenomeno speculativo che e destinato prima o poi a cambiare di segno e a sgonfiarsi come una bolla.

Che questo sia in un futuro non remoto destinato ad avvenire e tanto piu probabile quanto piu si indeboliscono i fattori che finora hanno consentito ai Paesi industrializzati di non passare da una stagnazione economica ad una vera e propria recessione economica prolungata Io penso che si stia marciando lungo uno stretto sentiero di bassa crescita. tanto piu la crescita e bassa e tanto piu il sentiero e stretto e tanto piu si rischia di uscirne e precipitare verso valori di crescita negativi Tenere l'economia a mezza cottura allontana i timori dell'inflazione, ma avvicina quelli della deflazione

QUALI sono le principali mine deflazionistiche vaganti nel mare dell'economia internazionale? Esse sono almeno cinque La *prima* e il basso livello dei prezzi delle materie prime C'e chi sostiene che prezzi bassi significano alta spesa in quei prodotti Questa tesi e debole perche a livello macro un alta spesa è indotta *solo* da un alto reddito Ciò che in realta avviene e che la caduta dei prezzi delle materie prime riduce il reddito dei produttori di prodotti primari che sono soprattutto i Paesi in via si sviluppo oltre ad ampi settori dell economia americana, come l attività agricola e di estrazione petrolifera (tant'e che oggi gli Usa e la Federal Reserve credo si possa sostenere che abbiano come obiettivo di stabilizzare a livelli piu alti degli attuali i prezzi dei prodotti primari a cominciare dal petrolio)

La seconda e l elevatezza dei saggi di interesse in tutto il mondo industrializzato frutto del timore in ogni Paese dell'inflazione causata dalla caduta del cambio

I due fenomeni suddetti rendono irresolubile questo contesto il *terzo fenomeno* che e quello del l indebitamento dei maggiori Pvs dell'America lati →



Anche ora che la Borsa si è raffreddata e i prezzi delle azioni sono scesi c è piu di un dubbio sulla capacità del mercato di esprimere i valori di equilibrio dell impresa nel lungo periodo Per valutare il mercato da questo punto di vista si può ricorrere a diversi indicatori In ogni caso i confronti internazionali vanno presi con le pinze perché diversi sono i metodi di contabilità applicati nei differenti Paesi per determinare l utile Molti esperti ritengono che molti titoli siano tuttora sopravvalutati Nel grafico a destra la capitalizzazione dei diversi settori

Non sempre il mercato premia le strategie industriali di lungo periodo Il fatto che un impresa garantisca per il futuro un attività di profonda innovazione tecnologica non basta di per sé a rendere attraente l investimento per la finanza Interi settori industriali come le comunicazioni acqua e gas siderurgia metallurgia hanno una capitalizzazione di Borsa inferiore ai mezzi propri (capitale sociale riserve utile netto d esercizio) Si tratta d comparti soggetti a profonde ristrutturazio in cui è prevalente l investimento pubblico significa che molte impi vengono lasciate in un circolo vizioso devono guadagnare prima di av risolto i problemi finanz in una situazione in cui i mercato non aiuta la ristrutturazione e forse nemmeno i programmi c sviluppo

Il fenomeno della finanziarizzazione Non c'è un criterio strettamente economico per giudicare la composizione ottimale della miscela produzione-finanza, ma sono possibili conflitti. Il caso di Londra: primato della City e declino industriale

na Un alto servizio del debito e un basso valore delle esportazioni significa che questi Paesi devono intraprendere la strada obbligata di ridurre il debito contraendo il reddito nazionale e le importazioni ma queste sono le esportazioni dei Paesi industrializzati

Il *quarto fenomeno* e dato dagli effetti deleteri della «reaganomics» che ha portato gli Usa ad un tale disavanzo di bilancia dei pagamenti per cui non potendo conseguire il pareggio solo attraverso lo strumento della svalutazione per gli effetti inflazionistici che ne deriverebbero si trovano di fronte alla scelta o di attuare una politica fiscale deflazionistica o di proteggere l industria nazionale con barriere tariffarie in entrambi i casi gli effetti sul resto del mondo sarebbero di segno senz altro deflazionistico

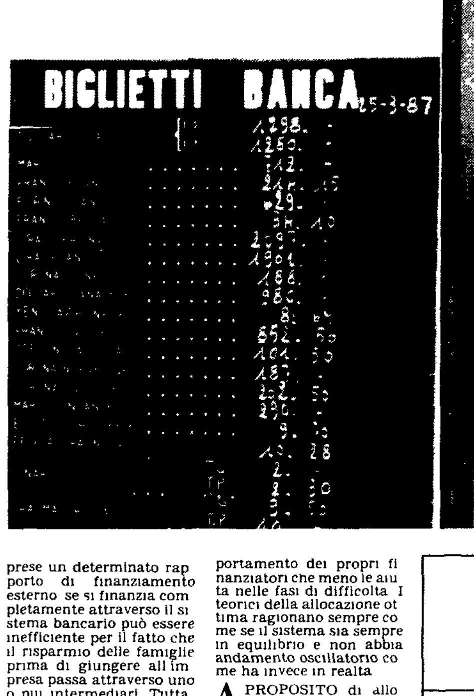
Infine il *quinto fattore di deflazione* e dato dalla mancanza di volonta dei Paesi strutturalmente in attivo come il Giappone e la Germania di attuare una politica nettamente espansiva per i timori inflazionistici a torto o a ragione ad essa legati e dalla preferenza per le politiche neomercantilistiche di attivo di bilancia

PIU IN generale poi va ricordato che in tutti i Paesi industrializzati i bilanci dello Stato sono peggiorati per effetti congiunturali (una bassa dinamica del reddito porta con se un alta dinamica di alcune uscite e una bassa dinamica delle entrate) e per la accresciuta erogazione dei servizi dello stato sociale che e stato finanziato in disavanzo per non appesantire gli elettori con gravami fiscali considerati inaccettabili E quindi si e venuta a creare una diffusa ostilita nei confronti della tradizione (keynesiana) manovra di bilancio

D altro lato l elemento che sembra avere una valenza fortemente dinamica in questo decennio le radicali innovazioni di processo e di prodotto indotte dalla rivoluzione tecnologica che consentono elevate crescite di redditi e profitti in non pochi settori non hanno una generale valenza espansiva per il fatto che la stessa rapidita di penetrazione di nuovi prodotti e processi rende incerte le previsioni sulla domanda e sulla rapidita di obsolescenza delle tecniche e accorcia il periodo presunto di «pay off» Queste cose scoraggiano investimenti estensivi e ampliamento della base produttiva

Ora, per tornare alla Borsa, tanto piu un Paese e aperto ai movimenti di capitale e tanto piu le Borse sono integrate e tanto piu l effetto interno di uno shock deflazionistico che derivi dall estero sara robusto Per questo io credo fuori posto e fuori tempo tutto l attivismo liberista che sembra pervadere in questi tempi governi università e giornali

La Borsa puo essere veicolo di instabilita non solo nel senso descritto sopra. Un sistema economico ove una certa distribuzione del reddito implica per le imprese un determinato rapporto di finanziamento esterno se si finanzia completamente attraverso il sistema bancario può essere inefficiente per il fatto che il risparmio delle famiglie prima di giungere all impresa passa attraverso uno o piu intermediari Tuttavia e piu robusto rispetto ad un sistema che per ipotesi si finanzi tutto direttamente attraverso la Borsa per almeno due ragioni Se i singoli istituti bancari non sono sottoposti a compiti che non sono di loro natura (come la politica industriale o meridionalistica o di sostegno all occupazione) si può dire che gli istituti bancari così come l impersonale mercato azionario hanno come criterio di scelta la performance economica delle imprese finanziate



MA I CRITERI di giudizio che banche e Borsa danno delle imprese sono diversi Le banche conoscono personalmente i loro clienti e spesso rispetto alla Borsa sono piu interessate alla sopravvivenza e all allargamento dell attivita di queste sul mercato e vedono gli utili come frutti futuri di questi risultati la Borsa invece e piu attenta agli utili immediati Le imprese che si finanziano in Borsa per non rischiare una caduta degli utili e quindi del valore del titolo e rischiare di subire quindi delle scalate sono spesso costrette ad accorciare il loro orizzonte temporale e non compiere investimenti dal lungo periodo di rientro Inoltre i singoli istituti di credito sanno che se escono precipitosamente da una situazione rischiosa l impresa puo peggiorare al punto tale che la totalita del credito puo divenire inesigibile mentre un tale ragionamento non e fatto dal singolo azionista il frazionamento del debito delle imprese porta ad un comportamento dei propri finanziatori che meno le aiuta nelle fasi di difficolta I teorici della allocazione ottima ragionano sempre come se il sistema sia sempre in equilibrio e non abbia andamento oscillatorio come ha invece in realta

A PROPOSITO di allocazione ottima c e un ultimo punto da considerare la cosiddetta «finanziarizzazione» che si puo definire il rapporto tra attivita produttiva di beni e servizi non finanziari (chiamiamola industria) e attivita finanziaria in generale (chiamiamola finanza) Non c e nessun criterio strettamente economico per giudicare la composizione ottima della miscela Le due attivita possono essere reciprocamente funzionali ma possono diventare conflittuali Dal punto di vista smithiano del benessere della nazione e la attivita finanziaria che deve essere ancillare a quella che produce beni e servizi utili agli individui Molti grandi economisti mostrarono il ruolo importante che ebbero le banche nel decollo industriale (ad esempio Adam Smith descriveva il fenomeno in Scozia e Gerschenkron nel Nord Italia) Sempre nel l ottica della reciproca funzionalita (e ancillarita delle attivita finanziarie a quelle produttive) la tradizione inglese del pensiero di Keynes sostiene che e l offerta di attivita finanziarie ad adeguarsi alla domanda di attivita finanziarie che deriva dalle imprese non finanziarie (endogeneita della finanza)

Tuttavia il capitale non e solo strumento di produzione fisica diretta ed indiretta ma e anche come ci insegnava Marx rapporto di produzione e di potere E cosi puo accadere che la finanza, vista nella sua accezione di «potere» puo entrare in conflitto con l industria (in senso lato) L esempio piu noto e il conflitto che ha opposto la City all industria britannica circa la politica valutaria da richiedere al governo In Italia il «conflitto» tra i due settori non si manifesta in questo modo (Si noti che «industria» e «finanza» sono due categorie astratte giacche in concreto delle persone fisiche o delle istituzioni possono essere e spesso sono contemporaneamente operanti in entrambi i campi) Una delle cause del successo industriale nel lungo periodo di Giappone Germania e Italia credo che possa essere ricercato nel peso nella considerazione e nel rispetto che nella societa hanno avuto tecnici ed ingegneri (cosa che certo non si trova in misura paragonabile in Gran Bretagna dove uno puo diventare Lord se e un fisico ma difficilmente se e un «engeneer» che significa ingegnere o anche lavoratore metalmeccanico) Ora il boom delle attivita finanziarie degli anni Ottanta modifica questa cultura con effetti perniciosi sulla destinazione delle menti piu capaci e delle volonta piu energiche

LAVORARE dentro o intorno a piazza degli Affari e piu «pulito» implica minori conflitti aziendali tra lavoratori e datori di lavoro e offre maggiori miraggi di rapidi guadagni del lavoro nell industria Ma la ragione principale del successo risiede nei minori rischi dell introduzione di innovazioni Un invenzione di nuovi titoli di credito da intermediare puo essere piu o meno redditizia ma difficilmente può portare al fallimento di chi si e spinto troppo avanti nella innovazione cosi nell industria (spesso i grandi guad sono fatti dagli imita dopo un periodo di sp mentazione dell innova ne fatta da altri che ha corso ser rischi anch un completo fallimento differenza e che l inn zione industriale una v introdotta porta ben alle imprese e al resto l economia sotto form salari maggiori e/o m giori esportazioni e qu maggiore occupazi

L innovazione finanzi invece porta i suoi bene in termini di maggiori p fitti quasi esclusivame a chi innova, attrav una redistribuzione reddito anziche una cre ta del reddito Ora negli ni Ottanta una situazi monetaria generalme tesa in tutto il mondo in strializzato (che si e ma festata dal 1979 in ele saggi dell interesse rea monetario) ha accelera processi di innovazione nanziaria e ha allargat quote di reddito e occu zione del settore finan rio

Una conseguenza di c l indebolimento degli «a mal spirit» industrial una maggiore propensi ad indirizzare «imprend rialita» nella finanza U volta di piu il caso d Gran Bretagna e illu nante Londra e forse an ra la principale piazza nanziaria del mondo m esportazioni nette dei s vizi della City sono ben ca cosa rispetto alle imp tazioni nette dei prodott un industria in declino t nologico e con una deb carica innovativa ed i prenditoriale

Ges.fi.mi.
Fondi di investimento
Sforzesco e Visconteo
presenta

Capolavori Impressionisti
dei Musei Americani

Soprintendenza per i Beni Artistici e Storici, Milano
Soprintendenza per i Beni Artistici e Storici, Napoli
Comune di Milano
Pinacoteca di Brera
5 marzo - 3 maggio 1987
Catalogo Electa