UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

Le Bolle Speculative: dai Tulipani ai Bitcoin

Speculative Bubbles: from Tulips to Bitcoins

Relatore:
Prof. Alberto Manelli

Rapporto Finale di:
Riccardo Stizza

Anno Accademico 2018/2019

LE BOLLE SPECULATIVE: DAI TULIPANI AI BITCOIN

INDICE

INTRODUZIONE

1. CAPITOLO I: LE BOLLE SPECULATIVE

- Cosa sono
- Le fasi
- Le tipologie
- I fattori che influenzano e favoriscono le bolle

- Variabili non economiche
- I media
- Curve retroattive

2. CAPITOLO II: BOLLE STORICHE

- I tulipani in Olanda
- La bolla del '29
- La Bolla delle DotCom

3. CAPITOLO III: BOLLE NUOVE

- Bolla del mercato immobiliare
- Bolla del petrolio
- Le criptovalute

4. CAPITOLO IV: È POSSIBILE PREVEDERE LE BOLLE?

- Rapporto prezzo/utili
- Gli indici di volatilità: il Vix Index
- Shiller index
- Heiligenberg index

CONCLUSIONE

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

INTRODUZIONE

Alla base di questo studio vi è l'analisi delle bolle speculative, come nascono, come si sviluppano ed infine come esse scoppiano, lasciando dietro di loro una scia di conseguenze che in certi periodici storici ed in certi momenti hanno portato gravi, crisi ancora oggi ricordate. Il mio interessamento a questo fenomeno, così ripetuto nella storia, così affascinante e al tempo stesso drammatico nelle sue ripercussioni globali, va ricercato nel fatto, che, da un lato, è stato poco approfondito nel mio percorso di studio e, dall'altro, che in esso convivono due componenti molto distanti tra loro quale l'aspetto matematico-razionale e l'aspetto psicologico-irrazionale.

L'obbiettivo di questa tesi è quello di chiarire il significato di bolla speculativa, andando successivamente a identificare le diverse fasi che la caratterizzano, arrivando qualora possibile a trovare degli strumenti, principalmente indici, capaci di sostenere e coadiuvare la previsione di questi eventi; questo procedimento che parte dalla più tecnica definizione di bolla speculativa, passa attraverso alcuni esempi, storici e moderni, da me ritenuti utili al fine della comprensione dell'argomento, con l'intenzione di determinare analogie e differenze tra loro e quindi trarre una conclusione soprattutto in ottica futura. Dai tulipani in Olanda del 1637, considerata la prima importante bolla speculativa documentata nella storia del capitalismo, passeremo per la bolla high-tech delle DotCom scoppiata nei primi

anni 2000, fino ad arrivare alle più recenti speculazioni in criptovaluta, quale il Bitcoin. Periodi storici differenti, agenti economici sempre più informati e professionalizzati, livelli culturali sempre in crescita eppure la speculazione, che sia su un bulbo o che sia su una moneta virtuale, genera oggi, come nella metà del '600, bolle che si gonfiano e sgonfiano con aspettative irrazionali, che si trasformano in drammi quando l'ago della realtà fa scoppiare questa illusione.

Numerosi sono gli studiosi che negli anni hanno intrapreso il cammino per analizzare in termini scientifici questo fenomeno, con la presunzione di trovare uno o più indici in grado di definire quale tipo di attività possa essere oggetto di speculazione e successivamente indicare il periodo nel quale si interrompe l'ascesa del valore e si inverte la tendenza. Riporteremo quindi alcuni dei casi più riusciti come lo "Shiller Index" o l'"Heilingenberg Index".

Ricordiamo, tuttavia, che la bolla speculativa può essere considerata l'analogia economico-finanziaria del fenomeno sismico, dove è auspicabile un suo avvento a causa di determinati precedenti, crescita incontrollata di valore o eventi sismici di lieve entità, ma allo stesso tempo incontrollabile nella sua imprevedibilità.

CAPITOLO I

LE BOLLE SPECULATIVE

1.1 CHE COSA SONO LE BOLLE SPECULATIVE

Con il termine bolla speculativa si definisce il sentiero esplosivo che si forma nel prezzo di un bene e che lo porta, progressivamente sempre più distante dai valori compatibili con i fondamentali economici dello stesso, dove con tale ultimo termine ci si riferisce a quelle particolari ragioni economiche che sottostanno al movimento di un prezzo. Nella storia abbiamo assistito a numerosi e sempre più frequenti casi di questo fenomeno che può differire a seconda della tipologia che esso assume e che descriveremo successivamente; tuttavia è possibile individuare tre requisiti fondamentali che sono sempre presenti: un bene, sia esso materiale o immateriale/digitale; un mercato dove il bene venga venduto e quindi scambiato, e infine individui disposti a vendere e a comprare questo bene. Ponendoci in un'ottica più attuale possiamo dire che quando le quotazioni di Borsa, dalla cui misura noi possiamo dedurre teoricamente il valore effettivo di un dato oggetto di investimento, capitalizzano aspettative impossibili da misurare, si possono formare bolle speculative, destinate a scoppiare, dato che non tutte le iniziative prese dagli investitori avranno successo.

Il fenomeno delle bolle speculative è spesso visto come un’anomalia di mercato legata più alla componente psicologica che a quella razionale. Infatti, viene messo

in risalto il grado di elevata diffusione del bene oggetto di speculazione, tanto che spesso si arriva a parlare di vere e proprie "manie" e in casi più recenti di "mode" quasi a voler calcare la mano sulla componente irrazionale del fenomeno.

La vita di una bolla speculativa può essere descritta in diverse fasi che sono comuni a tutte le tipologie: essa infatti nasce, si sviluppa ed infine scoppia.

1.2 LE FASI

La fase iniziale delle bolle speculative o Stealth Phase, di solito, vede l'affacciarsi sul mercato di un nuovo oggetto di investimento che suscita grande interesse, oppure un rinnovato interesse per un oggetto di investimento già esistente e ormai consolidato. Spesso gioca un ruolo importante la natura innovativa dell'oggetto che, diciamo, già in partenza raccoglie in sé la componente speculativa. La nascita della bolla speculativa è dovuta all'eccesso di domanda che spinge verso l'alto in poco tempo il valore di un bene, di un servizio, di una impresa o più semplicemente di un titolo che rappresenta un qualche diritto sugli stessi, un nuovo prodotto o una nuova tecnologia che potranno offrire cospicui guadagni e registrare una crescita senza precedenti. Scatta, pertanto, la corsa all'acquisto del diritto, nella speranza di rivendere lo stesso ad un prezzo superiore. La corsa all'acquisto provoca un aumento del prezzo che conferma, agli occhi di molti, la bontà della precedente previsione di un futuro aumento del prezzo del diritto. Questo stimola ulteriormente gli acquisti e quindi fa aumentare ancora una volta il prezzo. La profezia in altri termini si auto-avvera, inducendo nuovi soggetti economici ad acquistare i

medesimi titoli. Tra questi, man mano che i valori crescono, si annoverano sempre più soggetti solitamente restii ad acquistare strumenti finanziari dal rischio elevato. Siamo entrati nella seconda fase, la Awereness Phase o mania Phase: si sta sviluppando una bolla speculativa.

Quando il valore dei titoli scende repentinamente e si assiste a un cambiamento radicale delle prospettive economiche retrostanti, si è arrivati all'ultima fase o Blow off Phase: lo scoppio della bolla. L'eccesso di acquisto di un diritto ad un certo punto si arresta. Le cause possono essere almeno tre: è difficile trovare nuovi investitori disposti ad acquistare ulteriori diritti ad un prezzo che nel frattempo è diventato elevato; chi ha comperato diritti in precedenza è spinto a vendere i titoli per monetizzare il guadagno; le ottimistiche prospettive di guadagno precedentemente formulate possono essere riviste e ridimensionate. Alla fase di crescita dei valori segue dunque una fase opposta, durante la quale si assiste ad un calo considerevole delle quotazioni. All'eccesso di vendite contribuiscono la consapevolezza che, di fronte a prospettive economiche meno ottimistiche, i valori dei titoli trattati sono destinati a calare, e la volontà di molti possessori di titoli di cederli prima che si verifichino ulteriori diminuzioni del valore.

In conclusione, come spiegato da Charles Dow nella seconda parte della sua "Teoria di Dow" - insieme di definizioni e regole relative al comportamento dei prezzi degli strumenti finanziari sulla quale si basa l'analisi tecnica moderna - il mercato finanziario si evolve per fasi cicliche più o meno regolari:

a. La fase di accumulazione, a crescita piuttosto moderata e regolare e caratterizzata da volumi in aumento e relativamente elevati.

b. La bolla speculativa, durante la quale il mercato prende una direzione decisamente rialzista e molti operatori si inseriscono nel mercato. A questa fase, che porta i corsi azionari molto in alto con prezzi gonfiati, segue un periodo breve di ulteriore aumento dei valori di mercato in cui gli investitori istituzionali cominciano ad alleggerire le posizioni vendendo agli investitori occasionali.

c. Lo scoppio della bolla, crollo improvviso del mercato. Tale crollo di solito riporta i valori di mercato indicativamente ai valori originari di inizio ciclo, facendo perdere agli investitori non istituzionali gran parte del capitale investito.

1.3 LE TIPOLOGIE

La classificazione delle bolle speculative non trova un riscontro universalmente accettato, ma lascia margini di soggettività. Esse possono prendere specifiche denominazioni in base al periodo storico a cui appartengono, al bene oggetto di speculazione o al mercato in cui esso viene scambiato: si ricordi "la bolla speculativa del 2008" che ha devastato il mercato immobiliare americano e che da qui prese il nome di bolla speculativa immobiliare; o le più generiche bolle speculative finanziare, ovvero quelle bolle che hanno per oggetto dei prodotti finanziari scambiati nel mercato regolamentato; ancora, le bolle speculative reali che hanno per oggetti beni fisici e che possono essere simboleggiate dalla "bolla

dei tulipani in Olanda", caso eccezionale in cui l'oggetto di speculazione è stato proprio il caratteristico fiore olandese.

È possibile classificare questi fenomeni anche in base al periodo storico in cui essi si manifestano; sotto questo punto di vista è possibile distinguere le bolle tra storiche e nuove. (Approfondiremo questo argomento nei capitoli II e III, in cui si analizzerà singolarmente alcune delle più significative bolle delle due categorie)

1.4 I FATTORI CHE INFLUENZANO E FAVORISCONO LE BOLLE

Come già esposto nei capitoli precedenti, le bolle speculative sono uno dei fenomeni economici, e forse l'unico, che non può essere interamente spiegato razionalmente ma, anzi, la sua stessa nascita e il suo sviluppo sono collegati direttamente ad un comportamento irrazionale degli agenti. Ma allora quali sono o quali possono essere i fattori che influenzano questo fenomeno? Due sono le principali "teorie" che prenderemo in considerazione.

La "Efficient Market Hypothesis" (EMH) è una delle più importanti teorie economiche, considerata da molti come una delle colonne portanti della teoria finanziaria. Sviluppata da Eugene Fama nel 1965, tale teoria afferma che i mercati finanziari sono efficienti in base alla qualità ed all'affidabilità delle informazioni disponibili. Il prezzo di un asset, infatti, rifletterebbe tutte le informazioni note al pubblico su di esso. Con bolla speculativa si intende il periodo in cui il prezzo di un asset devia dal suo valore intrinseco. Questa definizione è in contraddizione con la teoria dei mercati efficienti. Le bolle speculative sono una prova dell'inefficienza

dei mercati (è opportuno segnalare che alcuni sostenitori dell'EMH hanno dato comunque una spiegazione a questo fenomeno, le "Bolle razionali"). L'uomo, al contrario di quanto afferma Fama, non sempre agisce in modo razionale quando governato da emozioni "forti", come paura ed entusiasmo. Per questo non è possibile eliminare la questione psicologica e sociale insita nei mercati finanziari.

La seconda teoria presa in considerazione invece è la Teoria della retroazione o Feedback Loop Theory, secondo la quale la rivoluzione della tecnologia informatica, la riduzione dell'inflazione, l'economia dell'illusione monetaria sono alcuni dei "fattori acceleranti", che il premio Nobel R. Shiller dipinge come la "superficie" della bolla speculativa nel suo libro "Euforia irrazionale". Insieme questi fattori hanno creato una sorta di psicologia auto-gratificante nei confronti del mercato azionario supportando la formazione delle bolle. È proprio in questo contesto che la retroazione rafforza la fiducia dell'investitore.

La teoria della curva di retroazione fa riferimento ad un susseguirsi di effetti a catena, per cui il primo aumento del prezzo, che garantisce guadagni per gli investitori esperti, agisce retroattivamente sul secondo aumento del prezzo causato dall'interesse di nuovi investitori. Il secondo round retroagisce sul terzo, il terzo sul quarto round e così via. Questo meccanismo si fonda sulle "aspettative adattive", secondo cui i passati aumenti dei prezzi generano l'aspettativa di ulteriori rialzi.

In tutto questo un ruolo importante è occupato dai media che possono influenzare e incentivare, attraverso il “miraggio” di un guadagno facile e consistente, nuovi investitori ad entrare nel mercato.

CAPITOLO 2

LE BOLLE STORICHE

2.1 I TULIPANI IN OLANDA

La bolla dei tulipani nel 1637 fu la prima grande crisi finanziaria innescata dall'utilizzo di strumenti finanziari con finalità speculative.

Nella seconda metà del 1500 i bulbi di tulipano iniziarono ad essere esportati dalla Turchia in Europa e l'Olanda fu il paese che si fece promotore della loro diffusione. Negli ultimi anni del 1500 la coltivazione del tulipano fu avviata nei Paesi Bassi. Le varietà meno comuni di questo fiore vennero rapidamente considerate come merce di lusso, altamente desiderate presso la borghesia e i ricchi mercanti (si parlò di "mania dei tulipani). La domanda di nuovi fiori superò ben presto la loro offerta, a causa del lento ciclo riproduttivo, cosicché i prezzi delle specie più ricercate di tulipani subirono delle continue spinte al rialzo. All'epoca si arrivò a considerare il bulbo del tulipano come un solido investimento, in quanto rappresentava un "concentrato di fiori futuri"; venne quindi utilizzato come un'embrionale forma di "future" sul tulipano.

Le contrattazioni avvenivano in aste tenute in luoghi pubblici o in privato (in collegi di coltivatori e commercianti riuniti nelle locande) delle varie città olandesi, tra cui Haarlem, L'Aia ecc.

L'espansione commerciale dell'Olanda (grazie al suo dominio delle vie marittime verso le Indie orientali), con l'ampliamento dell'economia e l'accrescimento della

ricchezza finanziaria privata, favorì lo sviluppo di questa bolla: non solo gli intenditori e appassionati di fiori ("per hobby") appartenenti alle classi più agiate, ma anche fioristi-commercianti delle classi meno abbienti iniziarono a partecipare, a partire dal 1635, in modo sistematico e organizzato alle transazioni su bulbi di tulipano anche di specie più comuni.

L'interesse generato dal commercio di tulipani fu tale che si radicò la consuetudine di prenotare in anticipo presso i contadini-coltivatori i bulbi ancora "in terra" attraverso l'utilizzo di contratti con prezzi fissati ex-ante da onorare a scadenza; ciò consentiva l'estensione del periodo di compravendite da pochi mesi estivi (ossia, solo dopo che i bulbi venivano dissotterrati) a tutto l'anno.

In altre parole, si negoziavano i "diritti sul bulbo", cioè i futures di tulipani, pagando subito solo un acconto del prezzo finale e corrispondendo il saldo alla consegna del bulbo fiorito, dando luogo a quel fenomeno che venne chiamato "il commercio al vento", perché lo scambio reale era di fatto differito ad una data futura identificata nel contratto. In realtà, dato che la consegna materiale avveniva a distanza di mesi, furono oggetto di negoziazione tra i fioristi-commercianti gli stessi contratti a termine già stipulati. Si creava così una lunga catena d'impegni che legava insieme tutti i partecipanti, con il rischio che l'inadempimento dell'ultimo acquirente avrebbe creato un effetto-domino sui precedenti acquirenti-debitori. I collegi di commercianti - che gestivano le contrattazioni locali - infatti non controllavano né

che gli acquirenti disponessero di denaro sufficiente a saldare i debiti contratti, né che i venditori possedessero i bulbi di tulipano che s'impegnavano a cedere.

Gli acquisti con consegna futura del bulbo erano effettuati solo allo scopo di partecipare al "gioco al rialzo" dei prezzi, così da potere lucrare, attraverso la vendita, sull'incremento indotto dei prezzi medesimi. In tal modo, le aspettative di facile guadagno, nonché l'avidità e la cecità collettiva che ne costituivano le fondamenta, alimentarono di continuo la crescita dei prezzi.

I prezzi ben presto ebbero un andamento del tutto slegato dalla realtà dando luogo ad una vera e propria "bolla" (termine che ben riflette la <<psicosi>> diffusa tra i commercianti di tulipani). Si arrivò addirittura a vendere immobili per poter acquistare i diritti sui bulbi più grandi e pregiati.

Per fornire una vivida illustrazione di questo smisurato scollamento tra valore di scambio di un bulbo di tulipano pregiato ed economia reale è sufficiente menzionare quanto riportato da un cronista dell'epoca: un fiore di tulipano del valore di 3000 fiorini avrebbe potuto essere scambiato nel gennaio 1637 (nel cuore della bolla) con un enorme quantità di merci come "8 maiali grassi, 4 buoi grassi, 12 pecore grasse, 24 tonnellate di grano, 48 tonnellate di segale, 2 botti di vino…" e altro ancora.

La bolla dei tulipani culminò nella famosa asta di Alkmaar del 5 febbraio 1637, in cui centinaia di lotti di bulbi furono venduti per un ammontare monetario di 90.000

fiorini (l'equivalente di circa 5 milioni di euro), ossia ciascun bulbo venduto al prezzo medio pari al reddito di oltre un anno e mezzo di un muratore dell'epoca.

Nei giorni immediatamente successivi, la febbre dei tulipani si tramutò all'improvviso in panico: fu sufficiente che ad Haarlem un'asta di bulbi andasse deserta per provocare il c.d. panic selling incontrollato e far precipitare i prezzi di mercato in tutto il paese.

Nonostante gli sforzi degli operatori, la domanda per le varietà considerate prima nuove e attraenti divenne rarefatta e largamente insufficiente a sostenere le forti richieste di vendite: il mercato dei tulipani crollò del tutto e le negoziazioni s'interruppero. In una tale situazione, chi aveva acquistato attraverso i contratti (futures) i bulbi (i fioristi) si ritrovò vincolato contrattualmente a pagarli una cifra notevolmente più elevata rispetto ai prezzi reali del momento, a vantaggio dei contadini (possessori dei bulbi) che essendo parte-venditrice nei contratti futures avevano il diritto di percepire prezzi elevatissimi per dei bulbi che ormai non valevano quasi più nulla.

Il mercato di negoziazione di contratti su tulipani smise semplicemente di esistere. La diffusione dell'informazione circa il crollo dei prezzi e l'impossibilità di trovare acquirenti innescò una corsa dei fioristi a vendere a qualsiasi prezzo. Il panico si diffuse in tutti i centri urbani delle Provincie Unite dei Paesi Bassi.

La lobby dei fioristi, gravemente colpita, in questo periodo indusse la giustizia delle Provincie unite olandesi a decretare la trasformazione dei contratti a termine (i

futures) in contratti di opzione. In questo modo il detentore del contratto (in questo caso il fiorista o il commerciante) fu autorizzato a non onorare l'impegno (nei confronti dei contadini o coltivatori) pagando solo una penalità pari al 3,5% del prezzo pattuito, anziché essere obbligato a comprare a prezzi elevatissimi un bulbo che in quel momento aveva un valore di mercato largamente inferiore a quanto previsto nel contratto originario.

Questa bolla può essere assolutamente considerata il primo grande crack finanziario della storia, originato da un comportamento di massa guidato dalla diffusa credenza del facile arricchimento.

2.2 LA BOLLA DEL '29

La grave crisi economico-finanziaria del 1929, iniziata negli Stati Uniti d'America, sconvolse l'economia mondiale dalla fine degli anni Venti fino a buona parte del decennio successivo, con devastanti ripercussioni sociali e politiche.

Vediamo di spiegare le cause remote di questa crisi, la dinamica e le conseguenze.

Il boom economico che gli USA avevano sperimentato quasi ininterrottamente dall'inizio della prima guerra mondiale, rappresentato da una forte espansione del Prodotto Interno Lordo grazie alle numerose innovazioni tecnologiche (radio, telefono, energia elettrica), allo sviluppo dell'industria automobilistica, alla rapida crescita di settori come quello del petrolio e alla conseguente espansione del settore delle costruzioni di uffici, fabbriche e case, aveva costituito il motore del rialzo

dell'indice azionario Dow Jones relativo al settore industriale a partire da metà 1922, riflettendo l'acquisita supremazia economica nel mondo.

Nel periodo che va dal 1922 al settembre 1929 (apice della bolla azionaria della Borsa Valori di New York, detta Wall Street), l'indice azionario in parola era passato da 63,0 a 381,17 ossia aveva registrato un incremento di circa il 500%, numero che esprime bene il senso di entusiasmo diffuso dei c.d. "ruggenti anni-venti" (roaring twenties) degli americani.

Il crollo dell'indice di Wall Street avvenuto il 24 ottobre del 1929 (noto come il giovedì nero di Wall Street), in cui 13 milioni di azioni furono vendute senza limite di prezzo, e seguito da un secondo a breve distanza di tempo il 28 ottobre e un terzo il 29 ottobre (martedì nero) con circa 16 milioni di azioni vendute in un solo giorno, diede origine ad un fenomeno di vendite incontrollate di azioni da parte di investitori privati desiderosi di disfarsene.

Il Dow Jones Industrial Average subì una flessione del 40% in un mese e il panico si diffuse a macchia d'olio: fu l'inizio di un ciclo economico altamente recessivo su scala mondiale.

La crisi affonda le sue radici in una politica monetaria fortemente espansiva della Riserva Federale, a partire dalla primavera del 1927, che rese disponibili a banche e individui una massa rilevante di liquidità, impiegata in larga parte in acquisto di azioni quotate a Wall Street da parte di privati anche per il tramite di investment trust.

Dall'inizio del 1928 la speculazione sui titoli azionari alimentò un boom senza precedenti nei volumi di azioni giornalmente compravendute e rese possibile l'innescarsi di una spirale di rialzi dei prezzi, sospinta dalla immaginifica rappresentazione di prospettive floride di crescita economica e da conseguenti aspettative irrealistiche di profitti futuri delle società industriali. Un senso di forte fiducia circa lo stato dell'economia era largamente diffuso tra la gente comune e questo costituiva il propellente del comportamento degli investitori-speculatori.

Il grande economista statunitense, John K. Galbraith, descrive - con grande efficacia - questo "clima psicologico" di ostentato (e artificioso) ottimismo economico che si era creato all'epoca:

"Affermando solennemente che la prosperità continuerà, si può contribuire, così si crede, ad assicurare che la prosperità effettivamente continui. Specialmente fra gli uomini d'affari è grande la fede nell'efficacia di tale formula magica".

Un elemento importante della dinamica di costruzione della "bolla" azionaria è da rintracciare nella tecnica di acquisto delle azioni tramite contratti di "riporto", ossia tramite contratti conclusi dagli investitori privati con gli operatori di borsa (i c.d. agenti di cambio) in forza dei quali quest'ultimi fornivano ai propri clienti a prestito la liquidità necessaria agli acquisti di titoli ricevendo a garanzia i titoli medesimi, con l'obbligo di restituzione del prestito stesso a scadenza ravvicinata (tipicamente, un mese). Gli operatori di borsa a loro volta si finanziavano presso le banche portando a garanzia i titoli azionari consegnati loro dai propri clienti "a riporto".

Questo circuito finanziario "perfetto" costituito da Riserva Federale-banche-operatori di borsa-investitori privati - che connetteva "armoniosamente" finanziamenti ad acquisti di titoli azionari - si reggeva sul presupposto che gli incrementi di prezzo dei titoli medesimi registrati sul mercato di Wall Street fossero superiori ai tassi d'interesse sui prestiti concessi nel periodo di riferimento (tassi che raggiunsero il livello massimo del 20% su base annua nel giugno del 1929).

Ma come si verifica in tutte le situazioni di "bolla finanziaria", basate su speculazione ed euforia, il mercato prima o poi torna in equilibrio e questo accade con una spinta emotiva alle vendite incontrollate pari d'intensità, ma di segno opposto, a quella che ne sorregge gli acquisti in precedenza; in poche parole, l'euforia che origina la bolla viene ad essere seguita da fenomeni di panico che ne decretano lo scoppio.

Nel marzo del 1929, i segnali di un possibile crollo del mercato borsistico erano stati avvertiti dalla Riserva Federale che pur decise di non agire. Nel settembre dello stesso anno, l'indice di borsa iniziò a muoversi in modo irregolare con una tendenza al ribasso. Quando nell'ottobre del 1929 si assistette ad una brusca correzione dei prezzi azionari registrati a Wall Street, gli investitori furono presi dalla paura di un inizio della corsa al ribasso dei prezzi e, di fatto, resero effettive le loro più nere aspettative affluendo freneticamente sul mercato per vendere azioni fino a generarne il tracollo in preda al panico.

Gli operatori di borsa iniziarono a richiedere maggiori garanzie per i prestiti concessi ai propri clienti. La liquidazione delle azioni rispondeva anche alla necessità degli speculatori di rientrare dai finanziamenti concessi per l'acquisto dei titoli. La forte esposizione delle banche sul mercato azionario - per effetto dei crediti concessi agli operatori di borsa - indusse i risparmiatori, intimoriti dalle ripercussioni sui propri depositi, a richiederne il ritiro, dando luogo ad una vera e propria "corsa agli sportelli" (bank run). In queste circostanze, la Bank of the United States, ritenuta un colosso del tempo – contando sui depositi di oltre 400.000 risparmiatori – fu una delle prime banche a dichiarare bancarotta.

Cosa assai grave, la crisi si era estesa alla borsa merci: i prezzi di prodotti agricoli, del cotone e delle materie prime non agricole crollarono. L'indice generale della produzione industriale registrò una flessione: ciò significava che la produzione di acciaio e ghisa, di carbone, di automobili e così di altri manufatti scendeva.

Spieghiamo il perché questa crisi ha origini nell'economia reale e che il crollo di Wall Street operò in realtà come detonatore di una situazione economica generale assai fragile e scompensata. La contrazione dell'economia statunitense a partire dagli inizi del 1929 ha origini nella seconda parte degli anni Venti quando si registra una diffusa, ancorché moderata, riduzione dei prezzi dei beni agricoli e, in parte, dei manufatti, dovuto al notevole incremento della produzione connessa all'uso intensivo delle moderne tecniche e dell'energia a basso costo. La sovra-produzione agricola, prima, e industriale, poi, che si era venuta a generare, era anche frutto di

una più ridotta capacità degli Stati europei d'importare beni e prodotti da oltre Atlantico per effetto delle conseguenze della Guerra.

La risposta governativa negli Stati Uniti alla riduzione di domanda e prezzi dei beni agricoli fu primariamente tesa a "difendere" il settore agricolo con una politica protezionistica di dazi. Questa risposta fu estesa nel giugno del 1930 anche agli altri settori che via via entrarono in crisi.

L'approccio protezionistico si rafforzò quindi a seguito del crollo di Wall Street dell'ottobre del '29 e la sua estensione a livello di tutti i paesi esportatori (anche europei) portò a un collasso del commercio internazionale.

2.3 LA BOLLA DELLE DOTCOM

A metà degli anni '90, una bolla speculativa legata alla scoperta delle nuove tecnologie informatiche ha generato la crisi del Dotcom.

Come ogni altra crisi generata da una bolla speculativa, la crisi del Dotcom si è sviluppata attraverso la classica sequenza: estrema fiducia da parte degli investitori nelle potenzialità di un prodotto/azienda, crescita rapida del prezzo del prodotto seguita da un evento che fa vacillare le aspettative di importanti guadagni, elevati flussi di vendite e infine il crollo finale del prezzo del prodotto.

Questa sequenza di eventi si era osservata, infatti, nel 1840 in occasione del boom delle ferrovie, nel 1920 per automobili e radio, nel 1950 rispetto ai transistor elettronici e nel 1980 per home computer e biotecnologie.

L'antefatto: nel 1994, con la quotazione di Netscape – la società che sviluppò il primo browser commerciale per internet – prese il via un nuovo ciclo economico, definito New Economy. La New Economy si contrapponeva alla Old Economy basata prevalentemente sul settore manifatturiero. In pochi anni si assistette al sorprendente sviluppo di aziende operanti nel settore Internet o, più in generale, nel settore informatico, chiamate Dot-com companies (dal suffisso ".com" dei siti attraverso i quali tipicamente tali società operavano), agevolate anche dal basso costo del capitale in un contesto di bassi tassi di interesse (tra il 1995 e il 1999 la Banca Centrale degli Stati Uniti ridusse il tasso ufficiale dal 6% al 4,75%).

L'euforia generale derivante dai concetti di "sviluppo", "progresso" e "crescita", associati a un settore all'avanguardia come quello della new economy, alimentò le aspettative di futuri e continui aumenti del valore dei titoli emessi dalle aziende del comparto, a prescindere dalle informazioni espresse dai tradizionali indicatori di redditività (quali utili prodotti, indebitamento, beni materiali, disponibilità liquide, previsioni di crescita). Tali aspettative finirono con l'autorealizzarsi, a fronte dei massici acquisti di titoli ".com" che sostenevano i corsi azionari verso una marcata sopravvalutazione delle società emittenti.

Lo scoppio della bolla: lo scoppio di una bolla speculativa può essere causato, tipicamente, dalla saturazione del mercato, ossia dall'assenza di investitori disposti ad effettuare ulteriori acquisti a un prezzo che nel frattempo è diventato elevato,

dall'incentivo a disinvestire per monetizzare il guadagno, ovvero dalla revisione delle prospettive di profitto.

Nel caso della bolla del Dot-com, inaspettatamente, a marzo 2000 i bilanci pubblicati da diverse aziende mostrarono risultati deludenti, fornendo evidenza che l'investimento nelle società del comparto poteva rivelarsi non profittevole. Le quotazioni cominciarono a calare, per effetto delle vendite da parte di coloro che intendevano disinvestire prima che i titoli in portafoglio si svalutassero ulteriormente. Il Nasdaq, l'indice azionario di riferimento, perse in tre giorni quasi il 9%.

Nel corso del 2001 molte Dot-com companies chiusero o furono oggetto di operazioni di acquisizione e fusione. Nel 2004, solo il 50% delle società quotate nel 2000 erano ancora attive a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi. Poche le aziende solide che negli anni successivi riuscirono a crescere (Amazon, eBay, Apple).

L'euforia irrazionale e l'hearding behaviour: un elemento tipico delle bolle speculative è costituito dall'attitudine degli individui a mettere in atto comportamenti imitativi (herding behaviour) ispirati all'agire comune e alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori. Sia nella fase della crescita sia nella fase dello scoppio della bolla, gli operatori di mercato, infatti, tendono a operare scelte di investimento e, rispettivamente, disinvestimento indotte dall'euforia del momento e dalla paura diffusa di perdere in pochi istanti l'intero valore dei titoli in

portafoglio (il cosiddetto panic selling), piuttosto che da valutazioni oggettive sulle prospettive di futuri rendimenti.

CAPITOLO III

BOLLE NUOVE

3.1 LA BOLLA DEL MERCATO IMMOBILIARE

La crisi finanziaria dei mutui subprime ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006. I presupposti della crisi risalgono al 2003, quando cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui subprime sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni.

A partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco dell'11 settembre 2001.

Tassi di interesse bassi equivalevano a un basso costo del denaro per i prenditori dei fondi, ossia per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e finirono pertanto con lo stimolare la domanda di abitazioni alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso di insolvenza del mutuatario,

potevano comunque recuperare il denaro prestato attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.

Oltre alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui subprime è stata sostenuta anche dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, ossia dalla possibilità per gli istituti creditizi di trasferire i mutui, dopo averli 'trasformati' in un titolo, a soggetti terzi (le cosiddette "società veicolo" o "Special Porpouse Vehicle, SPV") e di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo al termine dei mutui stessi (10, 20 o 30 anni dopo). La cartolarizzazione consentiva alle banche, apparentemente, di liberarsi del rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.

In un contesto di bassi tassi di interesse, i titoli cartolarizzati sono stati sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa. Tale circostanza ha creato i presupposti per la trasmissione della crisi dall'economia statunitense alle economie europee.

Lo sviluppo delle cartolarizzazioni ha comportato il passaggio del modello di business delle banche dall'approccio "originate and hold" (la banca eroga il mutuo e attende un lasso di tempo prima di recuperare la somma prestata e i relativi interessi) all'approccio "originate and distribute" (la banca eroga il mutuo e lo

trasferisce a terzi tramite cartolarizzazione, recuperando subito la somma prestata). Per effetto delle cartolarizzazioni, le banche rientravano in tempi rapidi nella disponibilità del denaro prestato, che potevano riutilizzare per erogare altri mutui a clienti la cui affidabilità veniva valutata in maniera sempre meno accurata. Grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio (fenomeno del leverage o leva finanziaria). Ciò consentiva loro di realizzare profitti molto elevati, ma le esponeva anche al rischio di perdite ingenti.

Le operazioni di cartolarizzazione generavano prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e poco liquidi. I prodotti strutturati, inoltre, venivano scambiati prevalentemente over the counter (OTC), ossia al di fuori dei mercati regolamentati, e in assenza di prezzi significativi, ossia di prezzi utilizzabili per una loro valutazione condivisa dagli operatori di mercato. In tale contesto, a fronte dell'opacità dei prodotti e della difficoltà di apprezzarne il valore, il giudizio delle agenzie di rating ha assunto un'importanza crescente in quanto riferimento condiviso per la valutazione dei prodotti. Il rating, tuttavia, esprimeva i risultati di stime basate sui modelli di valutazione adottati dalle agenzie e risultava pertanto assoggettato ai limiti che le ipotesi alla base dei modelli stessi potevano presentare. Tali limiti divennero evidenti in seguito allo scoppio della crisi subprime, quando divenne chiaro che le agenzie avevano utilizzato modelli non sufficientemente sofisticati, ovvero basati su ipotesi e scenari sull'evoluzione del quadro

congiunturale troppo ottimistici. In quella circostanza fu palese, inoltre, che le agenzie avevano assegnato rating troppo generosi (anche per effetto di conflitti di interessi che creavano incentivi in tale direzione) e si erano dimostrate troppo caute nel rivedere il proprio giudizio sugli emittenti che incominciavano a manifestare i primi segnali di crisi.

All'inizio del 2004, la FED cominciò a innalzare i tassi di interesse in risposta alla ripresa dell'economia statunitense. I mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze delle famiglie incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. In breve tempo, la crisi dei mutui subprime si trasferì all'economia reale statunitense ed europea, provocando una caduta di reddito e occupazione. A tale caduta concorsero la restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (cosiddetto effetto ricchezza) e il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, con conseguenti ripercussioni su consumi e investimenti. Le interdipendenze commerciali tra paesi, infine, comportarono una pesante riduzione del commercio mondiale.

3.2 LA BOLLA DEL PETROLIO

Tra 2003 e 2008 si è assistito ad una crescita del prezzo del petrolio che non è passato inosservato agli studiosi di speculazioni e che è stato soggetto a numerose analisi.

Il caos che era presenta nel mercato petrolifero internazionale (e ancora oggi spesso torna a far discutere) era divenuto un sistema totalmente al di fuori di ogni controllo e delle regole "classiche" dell'economia. Si trattava di fenomeni che avevano radici antiche, risalgono alla rivoluzione del sistema di fissazione del prezzo deciso dall'OPEC prima del 1986 (guerra dei prezzi) con l'abbandono dell'Arabian light come benchmark e dell'assunzione nel 1988 del Brent come prezzo di riferimento mondiale. Si è trattato di una specie di Bretton Wood del mercato petrolifero, anche se pochi ne hanno avuto la consapevolezza. Da allora si è avviato un progressivo e irreversibile processo di separazione del mercato fisico del petrolio dal sistema di fissazione del prezzo del Brent, sempre più legato ai mercati finanziari e alle speculazioni nelle Borse di Londra e New York. Nel 2008, dopo 20 anni, il sistema aveva raggiunto livelli di crisi incontrollabili e pericolosi sia per l'industria petrolifera, sia per l'economia nel suo complesso. Dando uno sguardo a cosa era successo tra 2006 e 2008 sul mercato dei futures, si può notare come le quotazioni e soprattutto le transazioni in Borsa del Brent non avevano più nulla a che fare con il mercato petrolifero. Infatti, a fronte di circa 20mln di barili di greggio scambiati ogni giorno sui mercati fisici del mondo (circa un quarto della produzione mondiale), le transazioni di contratti paper raggiungevano livelli di circa 750mln di barili/giorno, ovvero circa 35 volte superiori. Non si è trattato quindi di operazioni di copertura del rischio prezzo (hedging) effettuate dalle compagnie petrolifere, ma di un business indipendente, gestito dal mondo della finanza internazionale a

prescindere dall'evoluzione dell'industria petrolifera. È stato costruito un nuovo bene rifugio che, a differenza di quelli tradizionali (oro, mattone), consentiva una gestione flessibile e una liquidità pressoché infinita. Nel giro di minuti si potevano acquisire o ci si poteva liberare di masse ingenti di "barili di carta". Non c'era analista al mondo che poteva spiegare una variazione così significativa del prezzo sulla base della evoluzione del rapporto domanda/offerta mondiale di greggio. Le speculazioni finanziarie stavano spingendo il prezzo del Brent verso l'alto, oltre ogni ragionevole limite dovuto ai fondamentali e, di conseguenza, i profitti delle compagnie petrolifere stavano crescendo a dismisura.

Il picco massimo è stato toccato nel Luglio del 2008, quando il valore di un singolo barile era arrivato a 147$ a cui segui un lungo periodo di discesa del prezzo. La crisi economica, le tensioni geopolitiche e, soprattutto, la politica dell'OPEC di prezzi bassi per far fuori gli altri paesi produttori ha dato il via al periodo di declino del prezzo del petrolio. Andamento che in poco più di sette anni ha fatto perdere due terzi del proprio valore, costringendo i big del settore a ridisegnare le proprie strategie.

Di seguito le principali tappe della discesa dal 2008 alla fine del 2014.

- luglio 2008: è il giorno del record. Il greggio Wti tocca i 147,27 dollari sul mercato di New York. A pesare, le tensioni internazionali in Medio Oriente legate al programma nucleare di Teheran e la caduta del dollaro. Anche il Brent vola e arriva a 147,50 dollari.

- settembre 2008: dopo due mesi di discesa costante, il Wti e il Brent si riportano sotto quota 100 dollari. La frenata è probabilmente legata a una netta inversione di tendenza degli investitori, che nei mesi precedenti avevano scommesso sulle commodity.

- ottobre 2008: i timori di una recessione globale che possa frenare la domanda spingono le quotazioni al di sotto degli 80 dollari.

- novembre 2008: a distanza di un mese la discesa si fa ancora più profonda e il prezzo crolla sotto i 50 dollari.

- dicembre 2008: i prezzi sono ormai in picchiata e, malgrado il taglio dell'OPEC di due giorni prima, crollano sotto i 40 dollari al minimo storico di 32,40. Le giacenze, complice la crisi economica, si fanno sempre più consistenti e le quotazioni ne risentono.

- gennaio 2009: la crisi del gas Russia-Ucraina ridà slancio anche al petrolio, che torna sopra i 50 dollari.

- febbraio 2011: dopo un paio d'anni di oscillazioni intorno ai 60-90 dollari, il Wti torna a quota 100 in conseguenza del caos esploso in Libia.

- giugno 2014: dopo aver oscillato intorno ai 100 dollari per circa tre anni, si spinge ai massimi dell'anno a 107,7 in un mercato che fa i conti con l'offensiva jihadista in Iraq.

- novembre 2014: l'Arabia Saudita convince l'OPEC a non tagliare la produzione per indebolire gli altri Paesi produttori esterni al Cartello (Usa in testa, dove i costi

di produzione dello shale oil sono molto più alti di quelli dell'estrazione tradizionale) e comincia la lunga caduta, intervallata da qualche breve periodo di recupero, fino a sotto i 40 dollari di queste settimane.

Il prezzo del petrolio rimane comunque anche oggi un valore che pur potendo rimanere costante a lungo, tende ad oscillare nei periodi storici di lungo termine, scosso soprattutto da tensioni tra Paesi (vedi USA-India-Cina) o in seguito a determinate scelte politiche (vedi amministrazione Trump).

3.3 LE CRIPTOVALUTE

Per finire il nostro elenco delle più significative bolle speculative non si può non citare le recentissime criptovalute. Nel corso di questo approfondimento ci si focalizzerà sulla regina di queste monete virtuali, anche se il discorso ha validità per qualsiasi altra in quanto le differenze rintracciabili possono essere considerate trascurabili: la moneta in questione è sicuramente il Bitcoin. È una valuta virtuale, la più famosa in circolazione. Essa, che è solo una delle tante presenti ad oggi, ha come punto di forza un complesso incrocio tra privacy e innovazione tecnologica. Alcuni negozi sparsi per il mondo accettano Bitcoin come mezzo di pagamento, mentre in altre giurisdizioni esso è illegale. I Bitcoin non esistono concretamente, non c'è nessun organismo che ne controlla la diffusione, ma si limitano ad essere una valuta presente a livello informatico. La loro creazione è associata alla risoluzione di processi informatici di calcolo molto complessi, metodo che ne regola l'andamento e la crescita secondo pattern prevedibili.

Nel 2017 il Bitcoin è diventato un argomento trattato da tutti i media ed è via via entrato a far parte della vita di molte persone, anche solo per curiosità. Le quotazioni della regina delle valute digitali sono passate dai valori minimi registrati a 752,46$ del 12 gennaio 2017 ad un massimo assoluto toccato lo stesso anno a 19.511$ il 18 dicembre 2017, una performance stratosferica pari a 2492,96%. L'accelerazione massima dei prezzi è avvenuta però durante gli ultimi due mesi dell'anno, dove dai minimi segnati il 13 novembre a 5.605 dollari la valuta digitale ha registrato un + 248,10% di progresso fino ai top assoluti registrati il 18 dicembre. Proprio in questa fase rialzista il fenomeno del Bitcoin è stato trattato da tutti i principali media ed ha attirato sempre di più i piccoli investitori, ma anche semplici persone che di Blockchain e criptovalute non ne sapevano nulla fino a quel momento. Il 2018, tuttavia, è ricordato come lo scoppio della bolla che molti sostenevano già dall'anno precedente, quando la valuta digitale macinava record dopo record. Dai top segnati a dicembre il Bitcoin è arrivato a perdere circa l'81% dei guadagni stabilendosi al di sotto del livello tondo dei 4.000$. Un livello psicologicamente importante per i media ma anche per gli operatori dei mercati finanziari. Il generale calo che ha caratterizzato il 2018 è stato dovuto principalmente alla diffidenza da parte dei grandi investitori rispetto questo asset, per lo più per la smisurata volatilità di queste monete, fattore che certamente può consentire enormi guadagni se si è dalla parte giusta del mercato, ma che può essere un problema in termini di gestione del rischio.

Una possibile soluzione a questo sarebbe l'approvazione di un ETF (Exchange Traded Fund, ovvero un particolare fondo di investimento o Sicav con caratteristiche particolari) da parte della Sec (Security and Exchange Commission, agenzia statunitense di controllo del risparmio), scenario che permetterebbe di aumentare la liquidità, dal momento che investitori istituzionali e retail avrebbero uno strumento regolamentato che gli consentirebbe di investire in modo sicuro ed efficiente.

Per quanto riguarda invece il fenomeno prettamente finanziario, il Bitcoin magari non sarà destinato a sparire completamente, ma sicuramente, il biennio 2017-2018 è archiviato come l'inizio e la fine dell'ennesima bolla speculativa.

<<Esattamente come - citando Warren Buffet - la bolla speculativa dei tulipani del 1637>>, la prima grande crisi finanziaria innescata dall'utilizzo di strumenti finanziari con finalità speculative, descritta ancora oggi in tutti i manuali di economia del mondo.

CAPITOLO IV

È POSSIBILE PREVEDERE UNA BOLLA SPECULATIVA?

4.1 RAPPORTO PREZZO/UTILE

Il Rapporto Prezzo/Utile, o Price/Earning Ratio, è il rapporto tra la quotazione (prezzo di mercato) dell'azione di una società e gli utili per azione. Si esprime anche come rapporto tra la capitalizzazione di borsa dell'emittente e gli utili conseguiti. Cosa esprime questo indice? Esso rappresenta una delle misure di maggior utilizzo da parte degli investitori e degli analisti. Il fatto che il P/E sia un rapporto rende la relazione prezzo/utili particolarmente adatta per scopi di valutazione. Esso è stato a lungo considerato un buon indicatore anche per identificare tra gli investimenti quale potesse appartenere al fenomeno delle bolle speculative. Tuttavia, questo rapporto non ci aiuta al fine della discriminazione di questo fenomeno, in quanto il price/earnings ratio va a definire la misura della fiducia del mercato nei confronti delle capacità societarie di incrementare gli stessi utili. Un valore pari a 13-15 è ritenuto normale; se è superiore indica di norma un titolo sopravvalutato (lo è certamente intorno a 27-30). Valori intorno a 8-9 sono ricercati dagli analisti, perché indicano titoli sottovalutati dal mercato, che potrebbero avere una buona crescita della quotazione. Questo indice ci aiuta perciò a capire come un'azione, o un indice azionario, venga percepito dal mercato e ciò può essere utile alla determinazione di una bolla speculativa (dove P/E sarà sicuramente alto), ma non è una condizione necessaria.

4.2 GLI INDICI DI VOLATILITÀ: IL VIX INDEX

L'indice VIX, attivo dal 1993, è un indice di volatilità, dove per volatilità si intende la variazione percentuale di un prezzo di uno strumento finanziario in un determinato periodo.

Specificato questo, è possibile quindi affermare che l'indice di volatilità VIX serve a indicare la volatilità implicita sulla base dell'indice azionario americano Standard and Poor's 500 (probabilmente il più importante al mondo), e garantisce una previsione della variabilità del mercato azionario nei successivi 30 giorni.

Riferendosi allo Standard and Poor's 500, quindi, non è un indice sulla volatilità inteso in senso generale, bensì su quella che riguarda un determinato mercato su un indice della borsa americana.

Per il suo calcolo si ricorre all'utilizzo delle opzioni binarie, ovvero degli strumenti finanziari derivati che danno a chi li acquista il diritto di comprare o vendere azioni in borsa ad un determinato prezzo e ad una data certa.

Tornando alla volatilità implicita, questa è semplicemente una probabilità, una stima sui prezzi futuri, per cui non vi è nessuna garanzia sulla soddisfazione delle aspettative riguardo i prezzi futuri; ciò nonostante, in questo contesto risulta essere un fattore determinante, in quanto più questa è alta, maggiori saranno le possibilità di guadagno. In genere, valori dell'indice VIX più alti di 40 indicano la presenza di alta volatilità, con forti rischi di ribasso; ciò è causato da incertezza o paura nell'atteggiamento degli investitori. Se i valori sono invece compresi tra 20 e 40, ci

si trova in una fase un po' tesa, ma di sicuro non ribassista come nel primo caso. Se, infine, i valori del VIX risultano essere uguali o inferiori a 20, questi sono indicatori di un mercato meno stressato e fiducioso del suo andamento.

Durante periodi di grande incertezza, il timore di un pesante calo nel livello dei prezzi stimola la domanda di opzioni put, che sono ritenute utili per difendersi bloccando il prezzo di vendita: ciò provoca un aumento della loro volatilità implicita e, di conseguenza, del valore del VIX.

Durante le fasi rialziste, invece, vi è meno timore e, conseguentemente, meno necessità di difendersi da un eventuale crollo dei prezzi, con l'indice VIX che si mantiene su livelli inferiori al 20. L'indice VIX, dunque, raggiunge le sue vette più alte durante i periodi di incertezza finanziaria, in cui gli investitori hanno paura; proprio per questo, viene anche soprannominato "indicatore della paura". È proprio questa sua caratteristica che rende il VIX Index un parametro utile allo studio e alla scoperta di una bolla speculativa dato che esso è in grado di connettere l'aspetto matematico-statistico a quello emotivo, peculiarità fondanti il fenomeno speculativo.

4.3 SHILLER INDEX

Robert James Shiller, classe 1946, è un economista statunitense noto in tutto il mondo per i suoi studi sulle bolle finanziarie. Premio Nobel nel 2013, Shiller ha scritto numerosi libri e articoli di successo sulle crisi dei mercati dovute all'irrazionalità dei comportamenti degli investitori. La sua opera più conosciuta

s'intitola Euforia irrazionale: edita per la prima volta nel 2000, in questo libro l'economista statunitense spiega come identificare una bolla finanziaria prima che esploda, basandosi non solo sulla matematica, ma anche sulla psicologia delle persone. Uno strumento in sei punti, utile per verificare la tenuta dei mercati, da affiancare alla scelta di soluzioni d'investimento in grado di assicurare un rendimento stabile e di offrire nel contempo al sottoscrittore l'opportunità di cogliere una crescita ad alto potenziale.

Il primo passo, secondo Shiller, è quello di sapere cosa sia una bolla speculativa ovvero l'irrazionale entusiasmo degli investitori alla notizia di un incremento di prezzo e, quindi (secondo passo), evitare il contagio. Successivamente, per il terzo e quarto passo, secondo l'economista bisogna guardarsi da aspettative eccessivamente ottimistiche che sono di tipiche di questi fenomeni; inoltre il ruolo dei media spesso è fondamentale all'introduzione di investitori meno informati e attenti. Il quinto passo è, a differenza degli altri, interamente merito dell'intuizione di Shiller; infatti egli ha messo a punto un indicatore, chiamato CAPE Ratio (Cyclically Adjusted Price to Earnings ratio), contro i rialzi ingannevoli. Esso segnala agli investitori quando è il momento di essere cauti. Il Cape prende in considerazione il valore medio dei risultati riportati negli ultimi dieci anni, in modo che l'attendibilità del dato non sia inficiata dalla volatilità di breve periodo. Il professore termina il suo iter illustrando, al passo sei, alcuni esempi di bolle nella storia e, al settimo, conclude << le storie di persone che si sono arricchite fino a

diventare miliardarie investendo in bitcoin sono il classico esempio di racconto in grado di generare nella gente quell'entusiasmo contagioso all'origine delle bolle speculative>>. Ecco perché i trader più esperti consigliano agli investitori esordienti d'imparare a governare la propria psiche: l'avidità è un sentimento che induce a prendere scelte errate, dettate spesso dalla fretta di entrare in azione, che sottopongono l'investitore al rischio di subire perdite ingenti.

4.4 HEILIGENBERG INDEX

L'indice Heiligenberg, altresì denominato "indice delle bolle", messo a punto dall'omonimo Emiel van den Heiligenberg, head of asset allocation di Legal & General investment management, è un indicatore che ha come obbiettivo quello di prevedere lo scoppio delle bolle speculative nel tempo.

La domanda che ci si pone è: perché gli investitori continuano a cadere nella stessa "trappola" quando si presenta? Heiligenberg, provando a rispondere a questa domanda ha messo a punto un indice che ha segnalato in modo piuttosto efficace sia la bolla del 2000 sia del 2008. Concentrandosi sulla prossima bolla, l'indice - che è frutto di una serie di indicatori che ha raccolto negli ultimi 29 anni - è diminuito costantemente nell'ultimo anno, il che significa che la formazione di bolle nel mercato azionario è in una fase meno avanzata di quanto fosse in precedenza.

L'indice Heiligenberg si basa su parametri quantitativi qualitativi. Un esempio di aspetto quantitativo è l'output del modello di recessione della Fed, rilevante perché le bolle tendono a scoppiare poco prima di una recessione. Un esempio di fattore

qualitativo è la valutazione dell'esperto del "questa volta gli investitori la pensano diversamente". Questo è legato alla visione personale nel corso degli anni di quanto gli investitori ritengano che la situazione in un certo momento sia differente dal solito. <<Gli investitori sono inclini a diventare troppo ottimisti prima di una bolla, o quando l'economia non mostra segnali di debolezza per molto tempo gli investitori tendono a pensare che il ciclo economico andrà avanti per sempre>>, spiega Heiligenberg. Nella formula rientrano anche variabili macro, come la "lunghezza del ciclo economico". E poi ci sono le valutazioni prettamente finanziarie, per definizione l'indicatore principale di una bolla (bolla significa valutazioni eccessive causate da eccessivo ottimismo e compiacimento tra investitori). Tra questi il rapporto price/earnings corretto per il ciclo, il sopracitato CAPE. Poi si passa alla terza categoria, il "comportamento della massa".

Altri elementi scandagliati dall' "indice delle bolle" sono l'aumento dell'attività di fusioni e acquisizioni, il declino degli standard di prestito tra gli emittenti di obbligazioni. Infine, ci sono alcuni segnali di mercato come l'allargamento degli spread creditizi dopo un periodo dominato da spread molto ridotti e da un mercato dal respiro troppo ristretto, ossia un mercato ancora in crescita ma guidato da un gruppo di titoli sempre più ridotto. Mescolando tutte queste informazioni si ottiene l'"indice delle bolle". Prima dello scoppio della bolla della new economy (primavera del 2000) questo indice balzò vicino ai 60 punti. Otto anni dopo, quando si gonfiava la bolla dei mutui subprime e dei titoli derivati a questi agganciati

l'indice segnò uno scatto da 10 a 45 punti. Nel giugno 2019 lo stesso parametro è sceso a 20 punti, 10 punti in meno rispetto all'anno scorso. Da qui l'indicazione che non dovremmo essere alle prese con l'imminenza di uno shock finanziario (fatta salva l'ipotesi che l'indice sia in grado anche al prossimo giro della storia di centrare la previsione).

Ad un'intervista del 2019 pubblicata dal Sole 24 ore alla domanda posta ad Heilingeberg su quando, a suo giudizio, scatterà la prossima bolla, la risposta dell'esperto è stata: <<Al momento non arrivano segnali di pericolo dall'indice che sono fiducioso riuscirà a "vederla" in anticipo anche la prossima volta. Questo è il motivo per cui è stato creato. Le bolle sono abbastanza simili tra loro, perciò sono convinto che il modello mostrerà chiaramente i segnali dell'imminenza di una futura tempesta finanziari>>.

CONCLUSIONE

Questo studio ha voluto porre l'attenzione sul fenomeno delle bolle speculative, chiarendo cosa esse fossero, come si formassero e in che modo potessero generare al loro scoppio conseguenze così critiche da generare crisi economiche davvero drammatiche. Ponendo l'attenzione su alcuni esempi, abbiamo notato come, nonostante alcune differenze, ci fossero sempre delle analogie. Dall'Olanda degli anni '30 del 1600 abbiamo fatto un balzo importante fino al 1929 con il giovedì nero di Wall Street, per poi passare al periodo della scoperta dell'High-Tech nei primi anni 2000 con la bolla delle DotCom. Abbiamo analizzato la bolla immobiliare dei mutui sub-prime del 2008, delle cui conseguenze risentiamo ancora oggi, fino ad arrivare alle più recenti speculazioni in criptovalute, passando per la bolla sempre recente sul prezzo del petrolio. Ma allora quale è il fattore che rende assimilabile il bulbo di un tulipano nel diciassettesimo secolo a un Bitcoin nel ventunesimo? L'analogia rintracciabile in tutte queste bolle speculative è l'euforia che esse generano nella psiche umana. Il miraggio di un guadagno facile e consistente alimenta e gonfia la bolla, l'entusiasmo porta all'interno del mercato nuovi investitori, spesso disinformati, spinti unicamente dalla sete di ricchezza. L'attività intrinseca passa in secondo piano, sia essa un fiore, una moneta virtuale, un'azione di una società o un immobile. L'unico aspetto rilevante è vincere la scommessa che il valore di quell'investimento domani sia maggiore. L'aspetto

psicologico che la bolla speculativa cela dietro di sé e senza dubbio il carattere fondante questo fenomeno e, forse, anche il più interessante.

Gli indici analizzati sono comunque molto importanti per chi non si lascia trasportare dalle masse, l'investitore informato se ne deve servire per poter effettuare ogni tipo di valutazione.

Concludo affermando che le bolle speculative sono fenomeni economici senza tempo in quanto generati dall'irrazionalità dell'essere umano.

"It ain't what you don't know that gets you into trouble. It's what you know for sure that just ain't so", citando Mark Twain inizia "The big Short", film del 2015 che racconta la fraudolenta Wall Street colpevole della bolla immobiliare e della conseguente crisi finanziaria del 2008, "Non sono le cose che non sai a metterti nei guai. È quello che dai per certo che invece non lo è."

BIBLIOGRAFIA

A. MANELLI, R. PACE, *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Novara, 2009, 696.

G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2015, 280.

M. DEL CORNO, *Shiller e gli indici che fiutano le "bolle" finanziarie*, "Il sole 24 ore", Milano, 2017.

V. LOPS, *Borse, il grafico che svela perché la prossima bolla ora è più lontana*, "Il sole 24 ore", Milano, 2019.

SITOGRAFIA

La bolla dei tulipani, www.consob.it, 2019.

La bolla del '29, www.consob.it, 2019.

La bolla speculativa, www.wikipedia.it, 2019.

Le fasi delle bolle speculative, www.borsaitaliana.it, 2019.