



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

LE CRISI SPECULATIVE
THE SPECULATIVE CRISES

Relatore:
Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:
Pietro Fattorini

Anno Accademico 2021/2022

SOMMARIO

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio.....	1
INTRODUZIONE.....	3
1. BOLLA SPECULATIVA	4
1.1. DEFINIZIONE	4
1.2. VARIABILI CHE INFLUENZANO LE BOLLE	8
2. LA BOLLA DEI TULIPANI	10
2.1. L'OLANDA DEL 1600.....	10
2.2. IL TULIPANO	11
2.3. LA CRISI DEL 1636/1637	14
3. CRISI GIAPPONESE DEL MERCATO MOBILIARE E IMMOBILIARE.....	16
3.1. ECONOMIA GIAPPONESE NEL SECONDO DOPOGUERRA	16
3.2. LA BOLLA DEL GIAPPONE E IL SISTEMA CREDITIZIO	19
3.3. LO SCOPPIO, LE CAUSE E LE CONSEGUENZE SULL'ECONOMIA	23
CONCLUSIONI.....	28
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	30

INTRODUZIONE

In questo elaborato vogliamo mettere in luce un fenomeno poco conosciuto, ma che riguarda la vita di tutti i giorni: le crisi speculative.

Da sempre le bolle speculative popolano il sistema economico, nel tempo se ne sono susseguite parecchie, dalla prima mai registrata ossia quella che si presentò in Olanda nel milleseicento fino ai giorni nostri. Oggi rispetto al passato abbiamo modelli sia economici che matematici molto attendibili in grado di prevedere gli stadi di crescita di una bolla, anche se fare ciò rimane comunque molto complicato soprattutto perché l'irrazionalità dell'uomo spesso fa saltare qualsiasi schema.

Nel primo capitolo andremo a spiegare bene cosa sono, quali sono i requisiti per la creazione della bolla, le sue caratteristiche, le cause dello sviluppo, le varie fasi che si susseguono e i motivi per cui ad un certo punto "scoppiano". Faremo un'analisi della loro "vita" per vedere come si comportano e come vengono influenzate.

I successivi due capitoli sono incentrati su alcuni esempi realmente accaduti e ben documentati nella storia di crisi speculative, partiremo dal descrivere la prima bolla speculativa mai esistita che è quella "dei tulipani" in Olanda, dove partiremo descrivendo il paese nei primi anni del diciassettesimo secolo, poi osserviamo come un semplice fiore il tulipano, diventato simbolo di ricchezza e di investimento profittevole, ha paralizzato un'economia.

L'altra bolla, più recente, colpì il Giappone, qui vedremo una nazione che risollevasi dall'orrore della Seconda guerra mondiale era pronta a conquistare la vetta del mondo con la sua economia quando, in realtà, non sarà così.

Proprio per una serie di errori e sottovalutazioni da parte del sistema creditizio e delle autorità governative, il Giappone allo scoppio della bolla che si era formata e gonfiata negli anni precedenti fu assorbito in forte crisi che non si limitò a creare danni solo negli anni immediati, ma che perdurò per almeno un decennio, il cosiddetto "decennio perduto".

Le crisi o bolle speculative sono un fenomeno simile ai terremoti poiché sappiamo che esistono e che quando si manifestano possono creare enormi danni all'economia, ma nello stesso tempo non sappiamo quando questo accadrà!

1. BOLLA SPECULATIVA

1.1. DEFINIZIONE

Con il termine “bolla speculativa” definiamo quel percorso esplosivo nel prezzo di un bene che lo porta, progressivamente sempre più distante da quei valori compatibili con le fondamentali economie dello stesso, ossia a quelle ragioni economiche che sottostanno al movimento di un prezzo¹.

“La vita intera è una speculazione” diceva il commerciante del XIX secolo James R. Keene. Alan Greenspan affermava che: “Identificare una bolla che si gonfia è una sfida formidabile per una banca centrale: getta il guanto del suo giudizio contro il giudizio collettivo di milioni di investitori.”

I tre requisiti fondamentali per la creazione di questo fenomeno sono l’esistenza:

- di un bene (di solito questo bene si è appena affacciato sul mercato e suscita molto interesse);
- di un mercato dove è possibile vendere il bene;
- degli individui disposti a comprare il bene.

Questo fenomeno viene visto come un’anomalia del mercato, dove la razionalità delle teorie classiche² è oscurata da una componente psicologica nell’individuo che lo porta a prendere decisioni in modo imprevedibile o irrazionale, tanto che il bene o mercato oggetto della speculazione ha un grado di elevata diffusione, se ne parla come un fenomeno di “moda”.

Le bolle speculative non sono un evento recente.

La prima è avvenuta nel XVII secolo, chiamata “bolla dei tulipani”, poiché era ricaduta sui prezzi dei bulbi dei fiori nell’economia olandese, da queste negli anni se ne sono succedute parecchie.

Ovviamente le bolle hanno un loro ciclo di vita: nascono, crescono, si espandono e alla fine muoiono o meglio “scoppiano”.

¹ Definizione della Borsa Italiana

² Quella teoria per cui il mercato lasciato libero a sé stesso funziona automaticamente e l’incontro tra domanda e offerta avviene senza l’intervento dello Stato grazie anche alla razionalità delle scelte degli individui.

Le caratteristiche di una bolla speculativa sono:

- i prezzi oscillano vistosamente da un giorno all'altro;
- gli investitori più razionali sono catturati dalla "moda" della bolla;
- normalmente iniziano con eventi economici o politici significativi;
- è impossibile prevedere le sue fasi;
- ognuna ha un comportamento unico.

In seguito, è possibile individuare le cause di sviluppo delle bolle speculative, come citato dall'economista Charles P. Kindleberger, tra queste vanno evidenziate:

- lo spostamento di un interesse verso un nuovo oggetto o l'aumento della redditività³ di un investimento;
- chi entra nel mercato lo fa solo basandosi sulle aspettative di guadagno (componente speculativa) senza comprendere le ragioni che hanno fatto aumentare il prezzo;
- un effetto positivo dovuto all'ingresso sul mercato di investitori inesperti, i quali entrano principalmente attratti dal guadagno facile.

Mentre le conseguenze immediate che si vengono a creare nel ciclo di vita di espansione sono:

- il collocamento di nuove società per sfruttare le occasioni offerte dalla condizione di euforia del mercato;
- un eccessivo utilizzo della leva finanziaria da parte degli investitori e dell'azienda.⁴

È possibile identificare quattro differenti stadi di una bolla:

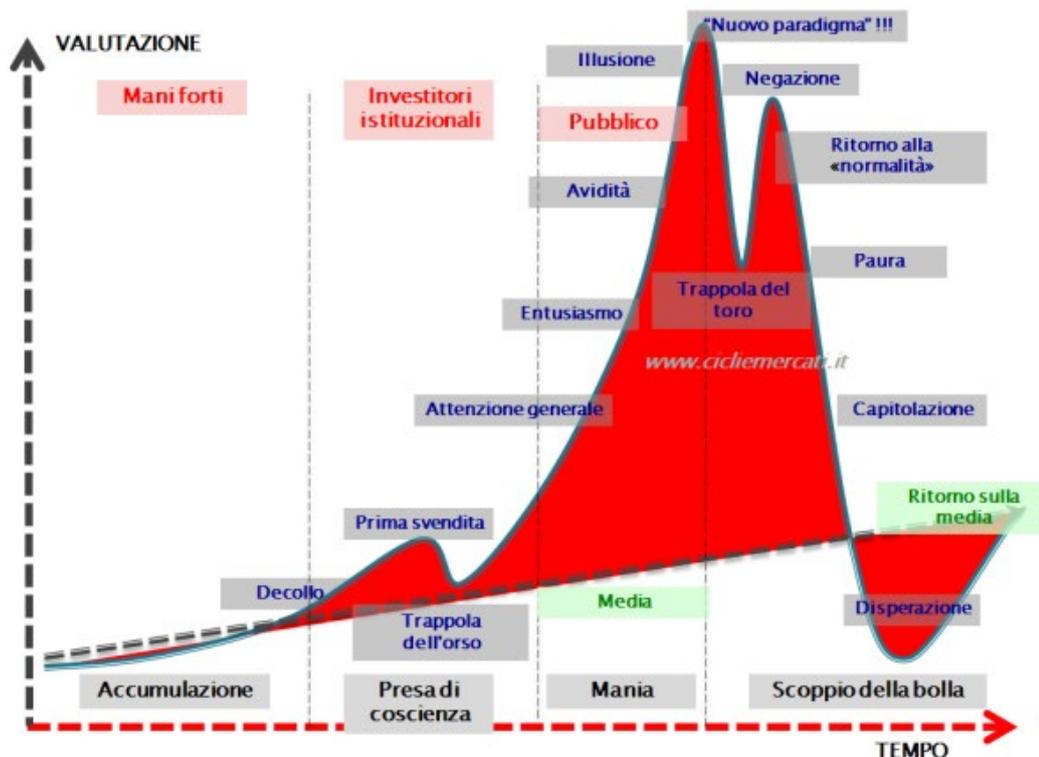
1. Stealth Phase, quella in cui gli investitori più esperti si rendono conto che esiste una situazione di potenziale crescita di un titolo, settore o bene;
2. Awareness Phase, inizia quando i maggiori investitori istituzionali spingono i prezzi più in alto attraverso degli ingenti investimenti;
3. inizia così la Mania Phase, dove gli investitori più inesperti trainati dalle notizie dei media, scoprono il potenziale guadagno, questo fa sì che i fattori psicologici diventino la benzina della bolla;

³ Indica la percentuale di guadagno percepita dai soci che hanno investito nel capitale proprio dell'azienda il proprio denaro o i propri beni.

⁴ *Borsa Italiana, che cosa sono le bolle speculative, (2007).*

4. Come ultima fase abbiamo la Blow off Phase, ossia quando il prezzo continua a crescere in maniera sempre più rapida fino al punto che gli investitori più prudenti preoccupati dalla situazione cominciano a vedere i loro asset.⁵

Figura 1.1 – Stadi di una bolla speculativa



Fonte - Borsa Investimenti

La bolla speculativa, come già sostenuto, quando diventa troppo grande prima o poi esplose, quando avviene si tratta di un arresto violento.

I motivi dello “scoppio” possono essere:

- il fatto che i prezzi siano diventati esageratamente alti da bloccare ogni potenziale acquirente all’acquisto;
- chi ha acquistato il bene per guadagnare sul rialzo dei prezzi, riversa sul mercato quest’ultimo facendolo tornare ai prezzi concorrenziali;

⁵ Cazzato R., *Bolla speculativa: come riconoscerla*; in Sartino Finance, 2019.

- il calo delle prospettive di guadagno che non combaciano più con la realtà e questa porta a vendere il bene a prezzi più bassi.⁶

Sempre secondo Kindleberger, quando ci troviamo nella fase dello scoppio della bolla, la discesa dei prezzi potrà portare a tre conseguenze:

1. alla chiusura del mercato (soluzione irrealistica in un mercato mondiale integrato);
2. all'intervento di un prestatore di ultima istanza come la Banca d'Italia, il Fondo Monetario Internazionale;
3. alla convenienza associata ad una eccessiva caduta: inizialmente l'economia aveva spinto i prezzi al di sopra di ogni ragionevole valutazione, ora deprime le quotazioni al di sotto del valore reale creando ottime opportunità.

Infine, per riuscire a comprendere ed ipotizzare quanto può durare una bolla speculativa, occorre considerare i modelli di utilità e i processi di consumo, poiché la nascita di una bolla è connessa alle funzioni di utilità e le curve di indifferenza degli individui (consumatori). La promessa di un guadagno più elevato può portare il consumatore a scegliere di superare la sua indifferenza aspettando a consumare il bene in vista di un guadagno più elevato tenendo l'azione più a lungo, insomma più è grossa la bolla (e più è possibile guadagnare), più dura.⁷

⁶ *Biasseti G., Bolla Speculativa: una definizione per comprenderla, in "Banche Italia".*

⁷ *Borsa Italiana, che cosa sono le bolle speculative, (2007).*

1.2. VARIABILI CHE INFLUENZANO LE BOLLE

Pur in presenza di ipotesi forti come aspettative razionali e assenza di asimmetrie informative, è possibile che i prezzi divergano dal loro valore “fondamentale” in ragione della stessa dinamica che li alimenta.

Si distinguono quattro principali categorie:

- Bolle Razionali (o Crescenti);
- Mode (comportamenti collettivi uniformi, operatori preferiscono certe attività);
- Macchie solari (reazioni del mercato a informazioni di per sé irrilevanti);
- Bolle Informative (i *noise traders*⁸ sono convinti di udire informazioni che, nella realtà, non esistono).

Il valore fondamentale di un'attività è: $P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r)^i}$

Il possibile scostamento del prezzo effettivo dal valore fondamentale ossia il valore della bolla risulterebbe pari a: $\beta_t = \frac{E(B_{t+1})}{(1+r)}$

Il prezzo di mercato ora è definito da: $P_m = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r)^i} + \frac{E_t(B_{t+1})}{(1+r)}$ 9

Quindi, da questa funzione, capiamo che il prezzo di mercato è dato dal fondamentale più la bolla ($P_m = P_t + P_b$)

Le bolle razionali sono persistenti deviazioni del prezzo dal fondamentale che si manifestano in presenza di aspettative razionali.

Le bolle speculative presentano tre variabili principali:

1. Persistenza: l'errore previsto, ossia: $P_{t+1} - E_t P_{t+1}$, tenderà ad avere lo stesso segno nel tempo, questo fa sì che gli operatori sono portati a formulare aspettative in continuità con il modello passato, autoalimentando la tendenza già assunta dalle altre quotazioni;
2. esplosività: le bolle crescono ad un tasso che compensa il rischio assunto dagli investitori;
3. positività: le bolle non possono essere negative (senno il prezzo sarebbe inferiore del fondamentale).

⁸ È un operatore di borsa le cui decisioni di acquistare o vendere si basano su "fattori che ritengono utili ma che in realtà non daranno loro rendimenti migliori delle scelte.

⁹ Galimberti, F. (2002), "Economia e Pazzia: Crisi finanziarie di ieri e di oggi", Laterza, Bari.

Occorre anche dire che con operatori avversi al rischio le bolle esistono solamente se crescono più veloci del tasso di sconto r (quello visto prima nelle funzioni).

La variabile più comune, quella che forse è sempre esistita all'interno di ogni bolla e che probabilmente raccoglie l'essenza della creazione del fenomeno stesso è la componente psicologica.

Quest'ultima la possiamo riscontrare soprattutto nel fenomeno di una moda (non solo nella sua concezione di senso stretto).

Le bolle si sviluppano principalmente sia quando c'è un interesse per un nuovo oggetto di investimento, sia che questo derivi da un comportamento razionale, sia per una moda riguardo uno status di ricchezza (avere i capi firmati, o come accadde nel 1600 in Olanda possedere un bulbo di tulipano), sia per un'aspettativa di guadagno futuro facile e veloce (come potrebbe essere il caso dei bitcoin).

Allo stesso tempo ci saranno anche nuove aziende che vogliono entrare in quel mercato per poter usufruire della leva finanziaria¹⁰.

Oggi, rispetto al passato, anche i media hanno un ruolo fondamentale, perché possono influenzare il modo di ragionare razionalmente dell'individuo.

In conclusione, è bene notare che questo fenomeno speculativo non è influenzato solamente da variabili economiche, ma giocano un ruolo fondamentale anche quelle non economiche.¹¹

¹⁰ *Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria (o "leverage") un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative.*

¹¹ *Galimberti, F. (2002), "Economia e Pazzia: Crisi finanziarie di ieri e di oggi", Laterza, Bari.*

2. LA BOLLA DEI TULIPANI

2.1. L'OLANDA DEL 1600

Il 1600 è stato battezzato come il secolo dell'Olanda, la potenza economica inglese doveva ancora decollare e la guerra per l'indipendenza dalla Spagna stava per essere vinta grazie alla forza della flotta marittima olandese.

La capitale, ossia Amsterdam, nel '600 rappresentava il perno delle principali rotte marittime mondiali oltre ad essere anche il “magazzino” del mondo.

La compagnia olandese delle Indie Orientali, che fu la prima multinazionale mai creata, faceva grossi affari, ma soprattutto grazie alla posizione dell'Olanda, schiacciata verso il mare, riuscì a conquistare la leadership mondiale del commercio di grano e legname.

Nel 1609 fu aperta la prima Borsa merci e nel giro di pochissimi anni divenne la più importante del continente. Quest'ultima si specializzò nella contrattazione di azioni, opzioni e contratti future, coinvolgendo ampi strati della società olandese grazie anche a vere e proprie creazioni di fondi comuni di investimento.

Parallelamente a tutto ciò, si creò anche un importante mercato secondario di rivendita dei titoli che crebbe ad un ritmo sostenuto fino agli inizi degli anni 30: tutto ciò incoraggiò e spinse a comportamenti speculativi.

In questi anni la borghesia mercantile olandese, che dominava la repubblica, stava progressivamente perdendo quel clima di austerità economica e si stava trasformando sempre più in un ceto di consumatori.

L'Olanda a quel tempo veniva considerata come l'emporio del mondo, dove nei suoi porti si poteva trovare di tutto.

In quegli anni, ciò che non mancava al paese, era una certa dose di liquidità monetaria data sia dal risparmio dei suoi cittadini, sia anche dai surplus dei guadagni delle grandi compagnie.

Ora la moneta in eccesso era pronta per essere investita in qualche nuova occasione redditizia.¹²¹³

¹²G. De Luca, *Le crisi finanziarie dalla Tulipano mania alla bolla del 1987, Italiano Lingua Due.*

¹³J. Huizinga, *La civiltà olandese del Seicento, Torino, Einaudi, 2008.*

2.2. IL TULIPANO

A partire dalla metà del 1500, i bulbi del tulipano iniziarono ad essere esportati dalla Turchia e dal Medio Oriente verso il nord Europa, dove l'Olanda fu il promotore del commercio di questo fiore grazie ai suoi porti.

I floricoltori olandesi si appassionarono subito a questa nuova “merce”, in particolare alla loro coltivazione.

È importante evidenziare che l'oggetto preso in considerazione non è il fiore bensì il suo bulbo, quella sorta di cipollone che interrato dà vita al tulipano. Una peculiarità particolarmente importante, che spinse ad investire su questo, sta nel fatto che il bulbo ha la caratteristica di conservarsi integro a lungo tempo, fino due-tre anni, e di essere abbastanza resistente.

I proprietari classificavano le sue varietà a seconda del colore dei fiori, attribuendogli nomi di Generali o Ammiragli per sottolinearne il livello nella gerarchia dell'orticoltura: il più ambito era il Semper Augustus con i petali color porpora imperiale, seguito da Viceré e il General Bol. Il prodotto presentava una certa scarsità fisica e un lento ciclo produttivo infatti, ben presto, la crescente domanda di mercato superò l'offerta, generando, così, un aumento del prezzo.

Effettivamente all'epoca si considerava il bulbo del tulipano come un solido investimento, tanto che si iniziò a utilizzarlo come un embrionale forma di “*future*”¹⁴.

Le contrattazioni avvenivano in aste pubbliche o private delle varie città olandesi. Un esempio di contrattazione è quella avvenuta nel 1623, dove il Semper Augustus raggiunse la cifra di 1000 fiorini, una somma sufficiente ad acquistare all'epoca una abitazione modesta nella capitale.

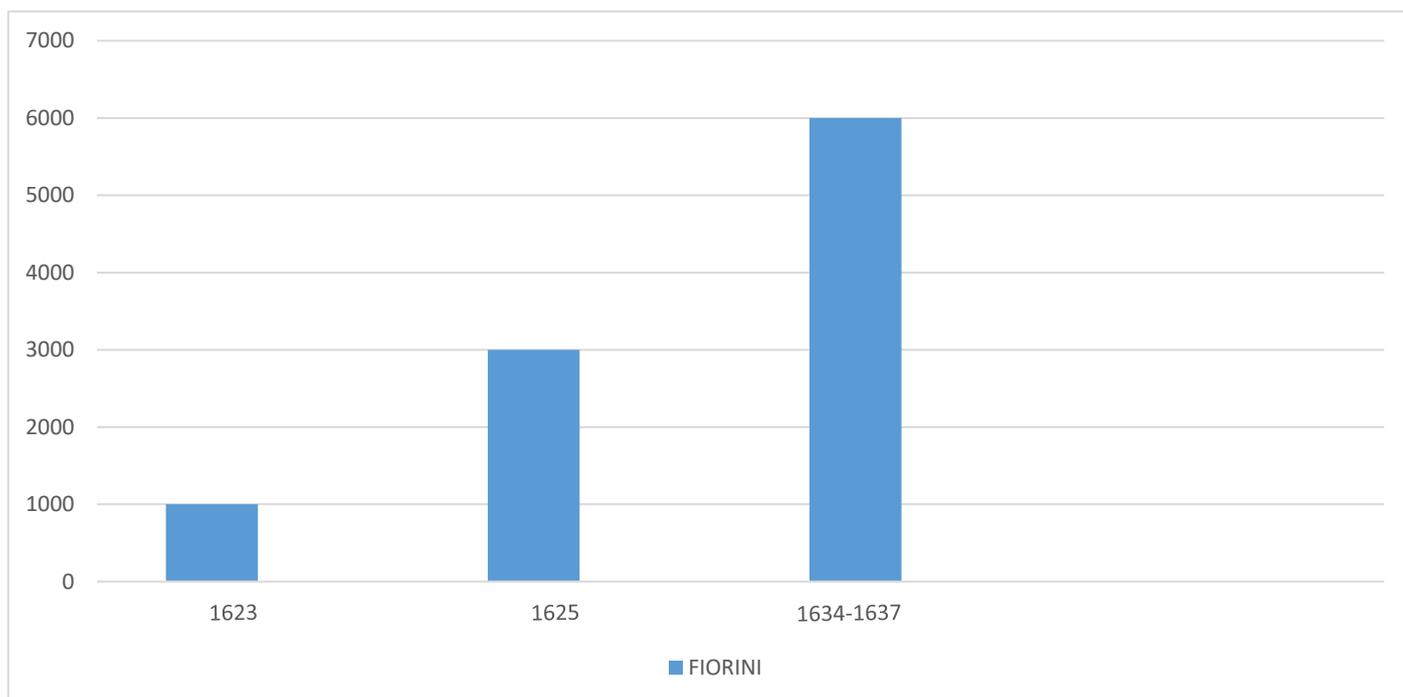
Inoltre, come rappresentato nel grafico, il valore del prodotto è aumentato enormemente fino a raggiungere, nel 1636, una quota pari a 6000 fiorini.

Per capire, si pensi che un fiore di tulipano dal valore di 3000 fiorini, nel 1637, poteva essere scambiato 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.¹⁵

¹⁴ Sono contratti a termine standardizzati per poter essere negoziati facilmente in una borsa valori. Sanciscono l'impegno a un acquisto differito a un prezzo prefissato.

¹⁵ La febbre dei tulipani, prefazione di Matteo Motterlini.

Figura 2.1 - Andamento *del Semper Augustus*



Fonte: elaborazione propria¹⁶

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 a tutto l'anno.

La maggior parte delle contrattazioni aveva come oggetto il diritto sul bulbo e non l'acquisto fisico di quest'ultimo, facendo sì che si pagasse un acconto del prezzo finale nel momento della negoziazione ed il saldo alla consegna del bulbo fiorito.

Questo fenomeno venne chiamato: "*il commercio al vento*"; proprio perché lo scambio reale era di fatto differito ad una data futura.

Si presentò ben presto un problema: il rischio dell'inadempimento dell'ultimo acquirente che avrebbe comportato un effetto-domino sui precedenti acquirenti-debitori, questo perché si creava una lunga catena d'impegni che legava insieme tutti i partecipanti.

Per di più, chi gestiva le contrattazioni locali, non controllava:

- la disponibilità di denaro degli acquirenti;

¹⁶ G. De Luca, *Le crisi finanziarie dalla Tulipanomania alla bolla del 1987*, Italiano LinguaDue.

- la quantità di bulbi che i venditori si impegnavano a rifilare.

A questo punto è facile capire che gli acquisti a consegna futura erano effettuati solamente allo scopo di contribuire al così detto “gioco del rialzo”, così da poter alimentare la crescita costante dei prezzi. In questo modo, grazie a questo tipo di contrattazione e per la stessa natura del fiore, ossia l’impossibilità di prevedere le sfumature di colore del bulbo, ben presto il prezzo del tulipano ebbe un andamento del tutto slegato alla realtà così da dar luogo a una vera e propria “bolla”.

2.3. LA CRISI DEL 1636/1637

Il 5 febbraio del 1637 ad Alkmaar, si realizzò il picco massimo dei prezzi dei bulbi: centinaia di lotti furono venduti per un ammontare di circa 90000 fiorini (l'equivalente di 5 milioni di euro). Questa cifra rappresentava circa il reddito medio di un anno e mezzo di un muratore dell'epoca.

Successivamente a questa data, di fronte al propagarsi della voce che non c'erano più compratori a prezzi crescenti, il mercato del tulipano crollò in tutto il paese, la bolla era scoppiata e i prezzi non potevano continuare a salire all'infinito.

In pochissimi giorni divenne impossibile vendere bulbi a qualunque cifra, questo portò anche al fallimento e al non saldo di molti contratti. Chi aveva ipotecato i propri beni o li aveva scambiati patì una profonda e irrimediabile perdita.

La giustizia olandese si trovò piena di denunce scaturite dalle insolvenze dei contratti e dalle liti tra i cittadini.

È bene ricordare che il processo di crisi iniziò dai primi di novembre del 1636, quando molti nobili tedeschi che avevano investito sui tulipani a causa della sconfitta militare contro la Svezia, si trovarono in grosse difficoltà finanziarie e di conseguenza non riuscirono a rispettare i contratti stipulati. Siccome questi nobili decisero di fare una lobby, il governo olandese decise di trasformare i loro contratti da future a options, in modo che l'acquisto alla scadenza, non era più obbligatorio, ma occorreva pagare solamente una penale del 3,5% nel caso si decideva di rinunciare.¹⁷

Questa notizia arrivò sul mercato e produttori-venditori per far sì che le persone che avevano sottoscritto il contratto alla scadenza pagassero, dovettero far in modo che il prezzo dei bulbi fosse in costante e continua crescita. Questo contribuì fortemente a gonfiare la bolla.

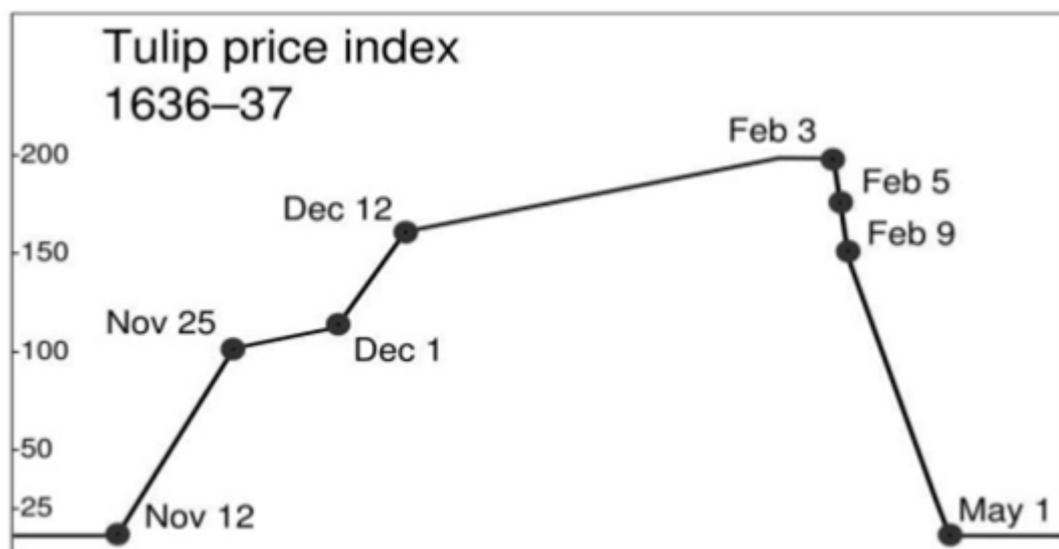
Dopo il 5 febbraio del 1637 e nei giorni immediatamente successivi la cosiddetta "febbre dei tulipani" si trasformò in panico, fu sufficiente che ad Haarlem dove si teneva un'asta di bulbi non si presentò nessuno per provocare una incontrollata caduta dei prezzi in tutto il paese.

Ci furono degli sforzi da parte dei venditori per cercare di sostenere la domanda, ma le merci che fino a pochi anni prima erano considerate nuove e attraenti non furono più vendute e il mercato dei tulipani crollò e le negoziazioni si interruppero.

¹⁷ Petrini R; *La follia dei tulipani olandesi: così è nata la prima bolla speculativa della storia, "la Repubblica"*.

Chi aveva dei contratti ancora in corso o aveva in suo possesso dei bulbi si ritrovò, nel primo caso contrattualmente bloccato a pagare una cifra spropositata e nel secondo caso con un bene pagato ad un valore assurdo (come il valore di un edificio in pieno centro), ma che ora non aveva più nessun valore.¹⁸

Figura 2.2 – *Prezzo indice del tulipano nel 1636-1637*



FONTE: CONSOB

Dall'altra parte i maggior banchieri da cui dipendeva l'economia del paese non vennero toccati dal crack finanziario, anche la floricoltura non venne compromessa.

A seguito di questo evento, che può tranquillamente essere considerato il primo grande shock finanziario della storia originato da un comportamento di massa guidato dalla diffusa credenza del facile arricchimento e di uno status symbol di ricchezza, vennero sviluppate tecniche nuove ed efficaci di copertura dai rischi connessi allo svolgimento delle attività finanziarie.

Negli anni successivi furono adottate nuove tecniche utili a contrastare questo tipo di fenomeno, ma come vedremo nella storia i comportamenti irrazionali dell'uomo continuano a caratterizzare i mercati.

¹⁸G. De Luca, *Le crisi finanziarie dalla Tulipanomania alla bolla del 1987*, Italiano LinguaDue.

3. CRISI GIAPPONESE DEL MERCATO MOBILIARE E IMMOBILIARE

3.1. ECONOMIA GIAPPONESE NEL SECONDO DOPOGUERRA

Il 15 agosto 1945 il Giappone esce definitivamente dalla Seconda guerra mondiale, quando il suo Imperatore Hirohito firmò la resa incondizionata.

Il conflitto mondiale provocò la morte di circa due milioni di nipponici, delle quali un terzo erano civili, senza scordarci l'attacco degli ordigni nucleari che rasero al suolo le due città di Hiroshima e Nagasaki.

Subito dopo la firma, più precisamente il 2 settembre 1945, iniziò una completa occupazione americana che durerà per circa otto anni (fino al 28 aprile 1952).

È bene specificare che gli Stati Uniti non permisero a nessuno degli altri vincitori di collaborare nella propria politica giapponese.

La gestione dell'occupazione fu affidata al Generale MacArthur, anche se nei fatti vi fu un'amministrazione indiretta da parte del governo americano.

I problemi immediati che il Giappone dovette affrontare furono:

- il rimpatrio dei militari e cittadini all'esterno (principalmente da Taiwan e in Corea);
- il superamento della crisi economica;
- il fatto di aver perso un quarto della propria ricchezza per le terre sottrattogli;
- iperinflazione¹⁹ e il mercato nero che si era venuto a creare.

Il Generale americano, in seguito, organizzò a Tokyo un processo per punire i crimini di guerra e condannare i responsabili delle atrocità commesse.

In tutto furono eseguite sette condanne a morte: l'imperatore fu risparmiato e non fu nemmeno processato, ma in cambio egli ebbe l'obbligo di dichiarare che la sua famiglia e la sua figura non erano di origine divina e che rappresentavano solamente il simbolo dello Stato e dell'unità del popolo.

Una volta avviato il processo di Tokyo, il governo statunitense si pose il problema di decidere se avere un'amministrazione diretta del territorio, oppure sotto la supervisione del Generale

¹⁹ ossia un aumento dell'inflazione di almeno il 50% al mese.

(amministrazione indiretta), controllare ed aiutare il Governo nipponico a prendere quelle decisioni che segneranno la storia contemporanea del Paese.²⁰

Fu deciso di avere un controllo indiretto sul territorio per poter aiutare da un lato il Giappone a ricostruirsi una sua identità democratica di coesione con l'occidente, dall'altro lato per far sì che una potenza militare di quel calibro venisse smantellata. Possiamo quindi affermare che gli Stati Uniti hanno avuto un controllo indiretto (ma molte volte anche diretto) sulla “nuova ricostituzione” del Giappone.

Il Generale assegnò ad una commissione di funzionari americani il compito di supervisionare la redazione della nuova Costituzione.

Attraverso l'occupazione USA:

- furono aboliti i vari ministeri della Guerra, dell'aeronautica, della marina e degli interni;
- i corsi scolastici furono sospesi fino ad una nuova ristampa dei testi di storia, geografia ed etica, i quali furono strumenti di propaganda;
- la stesura di una nuova Costituzione, che permise in primis l'introduzione dei diritti civili e politici che portarono alla formazione dei partiti.

Questa occupazione americana non fu presa come un atto intollerabile e di intrusione da parte della popolazione nipponica, ma fu il contrario, fu accettato come unica strada percorribile per il risorgere il paese, poiché dopo la disfatta del conflitto mondiale avevano completamente screditato il nazionalismo tradizionale e pertanto il modello democratico occidentale.

Il Giappone, grazie anche all'occupazione americana, sperimenta una crescita costante dal dopoguerra fino a tutti gli anni '80.

Tanto che troviamo una crescita media del PIL pari al 6% il doppio rispetto in USA e nei primissimi anni '90 il PIL pro-capite supera del 30% quella statunitense.

Il peso del PIL nipponico si espande anche sul totale del PIL dei paesi del G7²¹, passando dall'8% (del dopoguerra) all' 24% (della metà degli anni '80).

²⁰E.O. REISCHAUER, *Storia del Giappone dalle origini ai giorni nostri*, Bompiani, Milano 1998.

²¹È un'organizzazione intergovernativa ed internazionale composta dai sette maggiori Stati economicamente avanzati del pianeta, ossia: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America, nazioni sviluppate il cui peso politico, economico, industriale e militare è ritenuto di centrale importanza su scala globale.

L'imponente crescita economica giapponese avvenne in ampia parte anche grazie all'export, la fetta di esportazioni all'indomani della fine della Seconda guerra mondiale era praticamente pari a zero, mentre alla fine degli anni '80 rappresentava il 7% mondiale.²²

²² E.O. REISCHAUER, *Storia del Giappone dalle origini ai giorni nostri*, Bompiani, Milano 1998.

3.2. LA BOLLA DEL GIAPPONE E IL SISTEMA CREDITIZIO

Tra il 1986 e il 1991 in Giappone si sviluppò una bolla speculativa che riguardava il settore immobiliare²³ e quello azionario²⁴.

Prima del periodo della crisi, crebbero molto la domanda dei beni di lusso e dei beni mobiliari, inoltre il valore della moneta aumentava del 10-12% l'anno e nello stesso periodo il reddito reale²⁵ manteneva una crescita costante tra il 4,4% e il 6,6%.

Un ruolo centrale per la creazione e l'espansione della bolla speculativa fu giocato anche dal sistema di intermediazione creditizio nipponico.

La Banca Centrale Giapponese in quegli anni concedeva prestiti a tutti a tassi di interessi minimi, questa manovra di politica monetaria espansiva²⁶ favorì l'inizio vero e proprio della speculazione.

Vedremo, infatti, che molte delle difficoltà che il sistema bancario incontra nella definizione di soluzioni appropriate, dipendono dalle caratteristiche del modello di intermediazione e delle caratteristiche che lo stesso ha contribuito ad affermare nei mercati del credito giapponese.

Il Giappone ha una presenza molto capillare di istituzioni bancarie:

- le cosiddette banche commerciali che sono formate da banche maggiori, le City banks, che sono collocate nei maggiori centri. In più, queste, sono i naturali interlocutori dei grandi gruppi industriali;
- le banche regionali, quelle a stretto contatto con imprese ed enti locali;
- istituzioni governative specializzate nell'offerta di finanziamenti, è una peculiarità giapponese e sono specializzate nel credito a lungo termine verso settori strategici o in crisi e verso banche di sviluppo;
- cooperative di credito, caratterizzate da una disponibilità liquida molto ridotta.

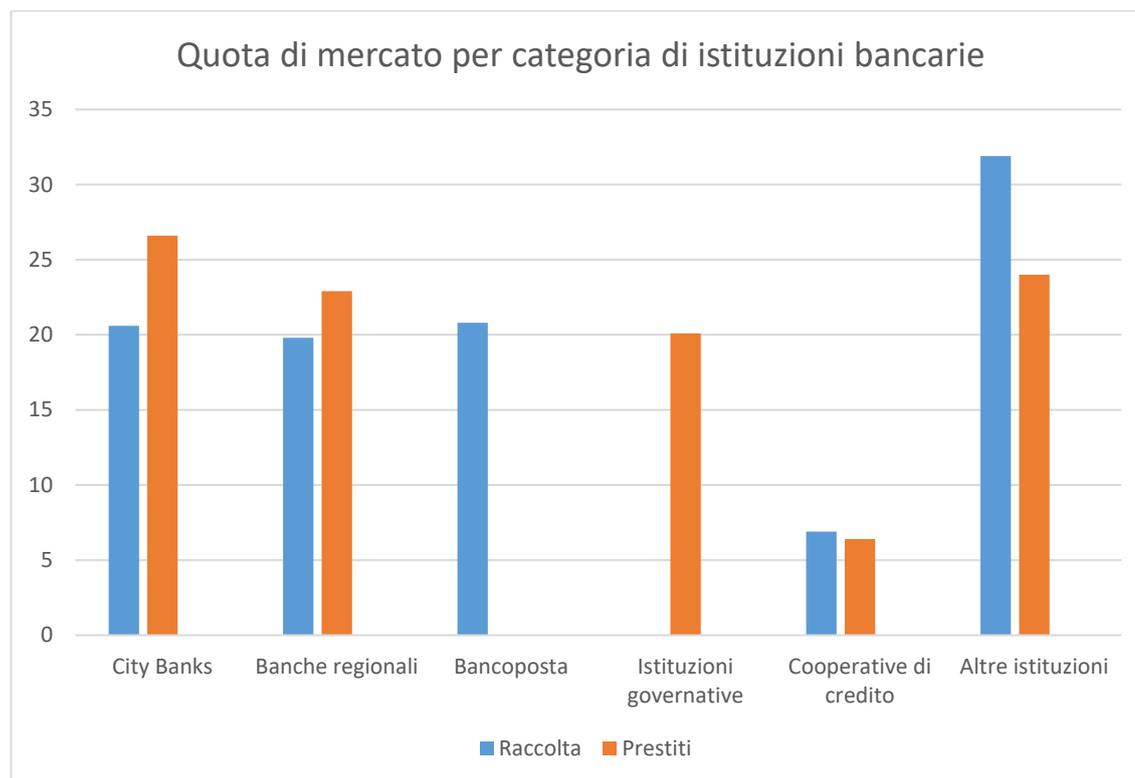
²³ Dove i prezzi degli immobili venduti non corrispondono alla realtà.

²⁴ Quando c'è un aumento considerevole dei prezzi di un bene che possa essere innovativo o di "moda".

²⁵ Il Reddito reale è il reddito l'adeguamento all'inflazione. Esso è calcolato sottraendo l'inflazione dal reddito nominale.

²⁶ La politica monetaria espansiva è un intervento finalizzato ad aumentare (espandere) l'offerta di moneta nel sistema economico. La banca centrale può adottare una politica monetaria espansiva aumentando la base monetaria, acquistando titoli di Stato tramite operazioni di mercato aperto, riducendo il tasso di sconto sul rifinanziamento bancario e/o riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche.

Figura 3.1 – *Quota di mercato per istituti creditizi giapponesi nel 1990*



Fonte: *Japanese Banks Association*

Questo settore fino ai primi anni 2000 è stato contrassegnato da una forte segmentazione istituzionale e funzionale, che ha disincentivato la concorrenza soprattutto di natura esterna con forti barriere all'entrata. Il sistema governativo giapponese ha preferito privilegiare politiche di stabilità a scapito di possibili incrementi di concorrenza.

Possiamo notare:

- che solo alla fine degli anni '70 è stata rimossa la disciplina di controllo dei tassi bancari sui depositi
- solo alla fine degli anni '80 le autorità giapponesi hanno ampliato e liberalizzato le tradizionali strutture tecniche di raccolta del credito.

Come ultimo occorre dire che il Giappone ha avviato solamente nella metà degli anni '90 un vero e proprio processo di modernizzazione dei mercati, quando le maggiori potenze occidentali lo avevano già fatto qualche decennio prima.²⁷

²⁷ Articolo di Bongini P., Ferri G., Patarnello A., *La crisi giapponese: scenari macroeconomici e ruolo del sistema bancario.*

Altri due fattori che incisero molto per la creazione della bolla e fecero sì che la Banca Centrale ritardasse i suoi interventi per controllare e fermare la bolla sono:

- l'Accordo del Plaza²⁸ nel settembre del 1985;
- l'Accordo del Louvre²⁹ del 1987.

Da questi accordi il Giappone acconsentì ad una rivalutazione dello Yen e a promuovere la crescita della domanda interna con conseguente riduzione del surplus commerciale.

Le imprese immobiliari grazie a questi fattori iniziarono a speculare sul mercato, credendosi più forti di quello che in realtà fossero.

Altra cosa molto importante sta nel fatto che il sistema bancario nipponico, negli anni '80, passò da essere una delle istituzioni più prudenti a diventare fortemente propensa ad assumersi rischi.

Questa comportò:

- un aumento della concorrenza tra le istituzioni finanziarie;
- un indebolimento dei regimi di controllo da parte delle autorità monetarie;
- al cosiddetto fenomeno dell'azzardo morale³⁰ (moral hazard).

Negli anni precedenti lo scoppio (ossia in piena espansione della bolla), più precisamente nel 1987, il reddito pro-capite giapponese superava per la prima volta quello degli Stati Uniti per attestarsi come il più elevato nel panorama mondiale. Inoltre, l'indice Nikkei³¹ due anni dopo, ossia nel 1989, raggiunse il suo massimo storico toccando quota 38.915,87.

Questi dati stavano constatando il fatto che il Giapponese stava per apprestarsi a diventare la prima potenza economica mondiale.

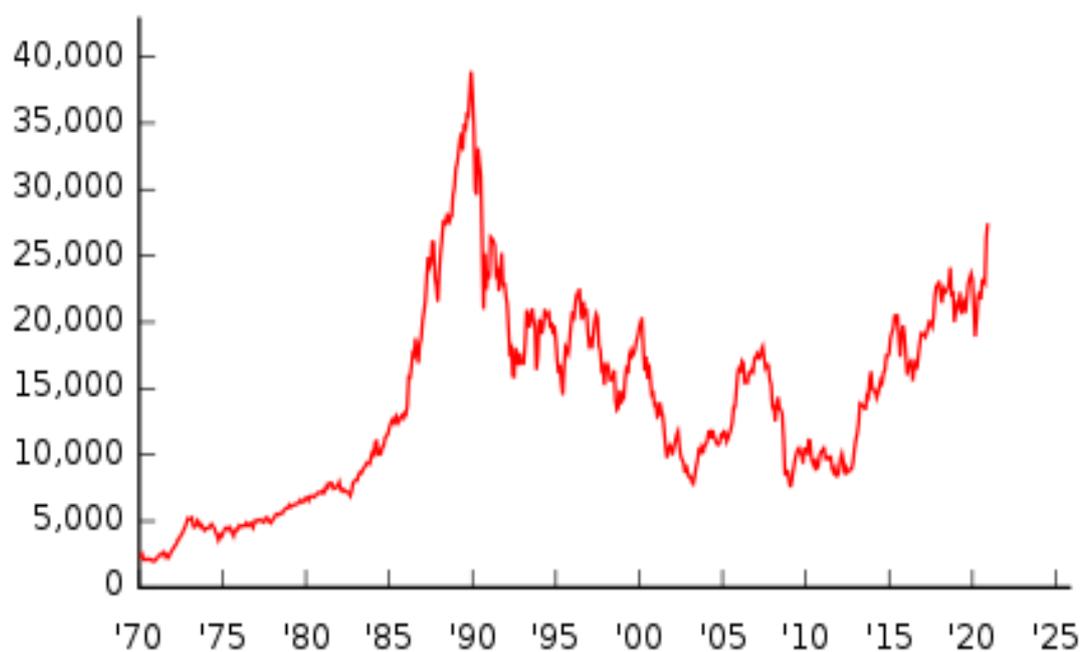
²⁸ Accordi sui tassi di cambio sottoscritti il 22 settembre 1985 al vertice dell'Hotel Plaza a New York dai ministri finanziari e dai banchieri centrali dei Paesi dell'allora G5 (Francia, Giappone, Gran Bretagna, Repubblica federale tedesca, Stati Uniti) e del Canada. L'obiettivo degli accordi consisteva nel contrastare il persistente apprezzamento del dollaro registrato nella prima metà degli anni 1980, attraverso interventi coordinati sul mercato dei cambi. Una sorta di manovra fatta per rendere più competitivi gli Stati Uniti nelle esportazioni.

²⁹ Accordi sui tassi di cambio siglati il 22 febbraio 1987 al vertice del G. a Parigi dai ministri finanziari e dai banchieri centrali dei Paesi dell'allora G6 (Canada, Francia, Giappone, Gran Bretagna, Repubblica Federale Tedesca, Stati Uniti; l'Italia non aderì agli accordi). L'obiettivo consisteva nel coordinare le politiche macroeconomiche del G6 al fine di stabilizzare i mercati valutari e arrestare il deprezzamento del dollaro, particolarmente rispetto allo yen giapponese e al marco tedesco, conseguente agli accordi di Plaza del 1985.

³⁰ Condizione in cui un soggetto, esentato dalle eventuali conseguenze economiche negative di un rischio, si comporta in modo diverso da come farebbe se invece dovesse subirlo.

³¹ È un segmento della borsa di Tokyo e contiene i 225 titoli maggiori delle compagnie quotate.

Figura 3.2 – *Andamento dell'indice Nikkei dal 1970 ad oggi.*



Fonte: *Indice Nikkei*

Come è possibile notare dal grafico, durante gli anni '80 questo indice ha visto una crescita esponenziale. Solamente dal 1986 (circa 12.000 punti) al 1989 il suo valore era triplicato.

3.3. LO SCOPPIO, LE CAUSE E LE CONSEGUENZE SULL'ECONOMIA

Nel 1991 scoppiò la bolla che si era venuta a creare negli anni precedenti, partita dal mercato immobiliare; infatti, la Banca Centrale Giapponese tentò di adottare dei provvedimenti, come l'aumento dei tassi di interesse proprio per cercare di contenere gli effetti che poi si ripercossero sull'economia reale, ma questa manovra fu fatta con estremo ritardo e ciò non servì a nulla.

Gli istituti bancari non riuscirono più a concedere prestiti per causa dell'insolvenza di massa dei propri clienti dopo il cambio dei tassi e nemmeno i pignoramenti dei beni che le banche avevano come armi si rilevarono utili poiché la maggior parte di essi avevano perso il loro valore.

Questa crisi inoltre ha determinato l'uscita dal mercato di 175 istituti creditizi, di cui 130 appartenenti al settore cooperativo.

Il 2,4% del Prodotto Interno Lordo andò in fumo, esso corrispondeva alle perdite del mercato immobiliare e finanziario.

Il deflatore del PIL³² era nullo e poi negativo dal 1994, perciò succede che il tasso di interesse a breve termine si colloca sullo zero, ma siccome il tasso nominale non può scendere sotto lo zero ecco che ci troviamo in una situazione di trappola della liquidità³³, questo significa che la curva LM³⁴ diviene orizzontale; perciò, politiche di espansione monetaria non sortiscono alcun effetto nell'economia.

Analizziamo ora l'equilibrio che si era venuto a creare nel modello IS-LM in presenza della trappola della liquidità nel mercato nipponico.

Nel modello vedremo che la curva IS rappresenta tutte le possibili combinazioni fra il tasso di interesse reale e il livello di produzione per le quali un mercato dei beni è in equilibrio.

Al contrario la curva LM mostra tutte le possibili combinazioni fra il tasso d'interesse e il livello di produzione per le quali la domanda reale di moneta è uguale all'offerta.

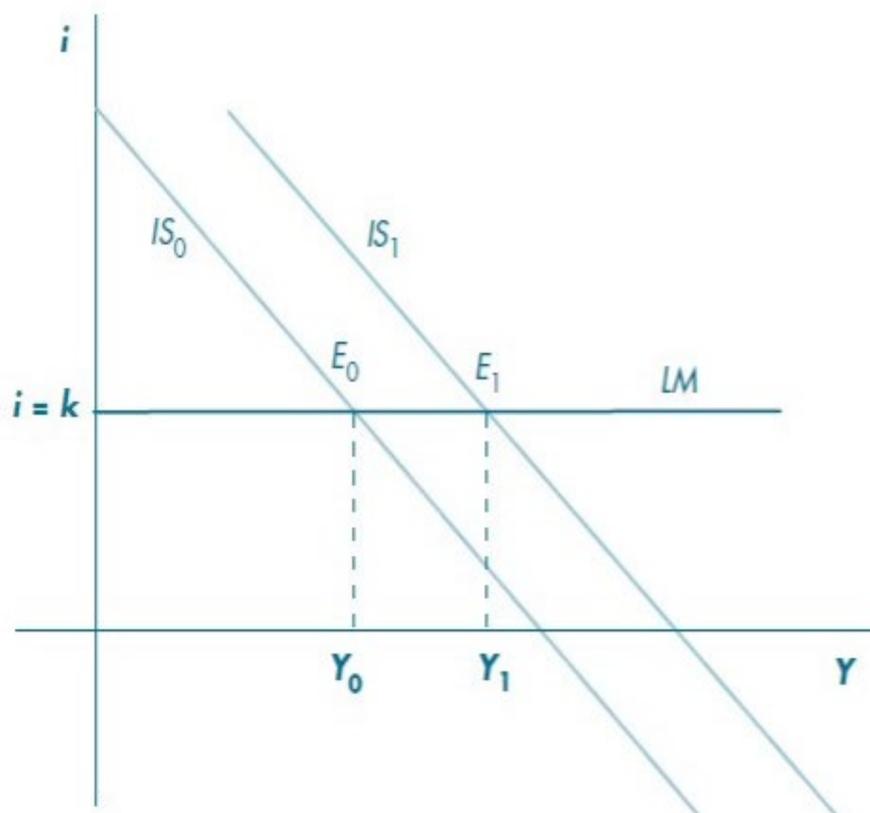
In sostanza se IS-LM sono in equilibrio simultaneo allora anche il mercato dei beni e quello monetario lo sono.

³² È rapporto tra PIL nominale e PIL reale, espresso in percentuale, consente di depurare la crescita del PIL dall'aumento dei prezzi.

³³ Situazione in cui la curva LM è orizzontale; in questo caso i risparmiatori detengono la ricchezza in forma liquida piuttosto che investirla in titoli, per evitare perdite in conto capitale.

³⁴ Che nel noto modello IS-LM assicura l'equilibrio nel mercato monetario.

Figura 3.3 – *Effetto della trappola della liquidità*



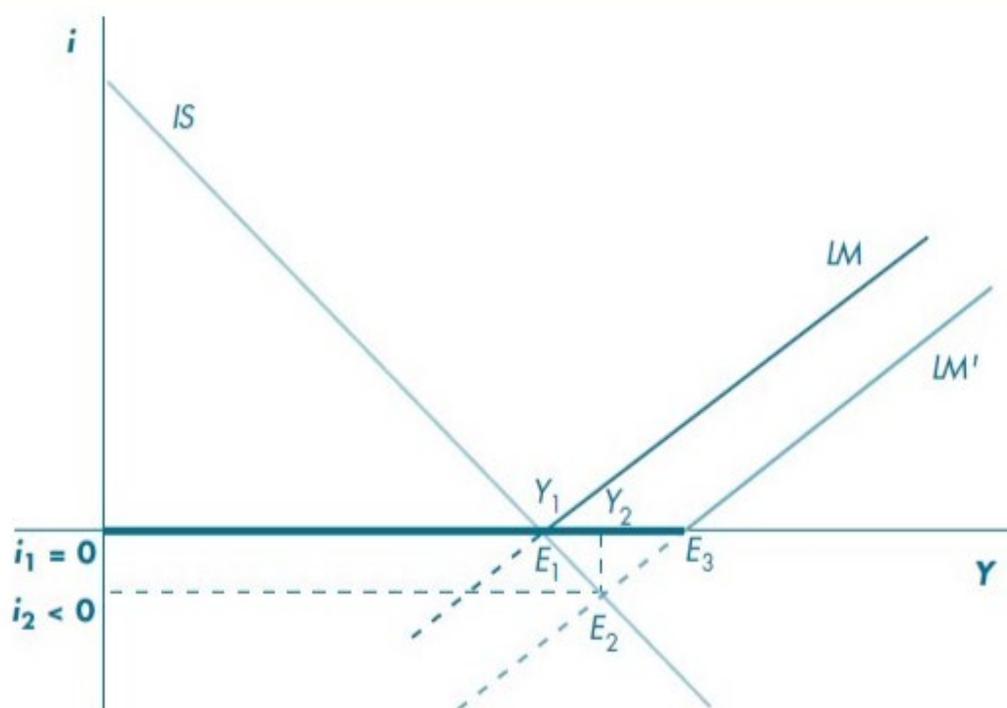
*Fonte: elaborazione propria*³⁵

Osservando la figura 3.3, vediamo che la curva LM è parallela all'asse delle ascisse, poiché h che rappresenta la sensibilità della domanda di moneta alle variazioni del tasso di interesse è uguale a zero; quindi, qualsiasi impulso di politica monetaria in questo modello non impartirebbe nessun effetto all'economia perché a quel tasso di interesse il pubblico è disposto a detenere qualsiasi ammontare di moneta.

Nel modello giapponese lo scoppio della bolla ha fatto sì che il tasso di interesse si avvicinasse allo zero, non potendo essere negativo, come possiamo vedere dalla figura 3.4.

³⁵ *Figura da Macroeconomics, twelfth edition, 2014.*

FIGURA 3.4 – *Trappola della liquidità nella crisi nipponica*



Fonte: elaborazione propria³⁶

Nella figura 3.4 vediamo che uno spostamento di LM in LM' non sortisce effetto sul prodotto che resta al livello di Y_1 .

In questa situazione né un aumento dell'offerta di moneta modifica il tasso di interesse né nessun'altra politica simile. Anche le banche hanno riluttanza a concedere prestiti, poiché anche se il tasso di interesse è basso, provocando quindi una maggior richiesta di credito, gli istituti creditizi temono il problema della solvibilità dei debitori.

Oltre ciò, lo scoppio provocò anche un calo della domanda interna e l'indice Nikkei nel 1992 ebbe un crollo e arrivò a 15.000 punti con una perdita totale pari a 430 mila miliardi di yen (oggi corrispondente a 3.934.500.000 dollari).

Se confrontiamo i tassi annui di variazione del reddito e dei prezzi al consumo dal 1985 al 2007 possiamo notare che il reddito scende solo nel biennio 1998-99 mentre i prezzi calano nel 1995, dal 1999 al 2003 e nel 2005. La diminuzione più grande di questi ultimi è inferiore

³⁶ Figura da *Macroeconomics, twelfth edition, 2014*.

allo 0,9 per cento, nel 2002, e solo nel 1999 calano sia il Pil sia i prezzi, dello 0,14 e 0,29 per cento rispettivamente.³⁷

Se poi prendiamo in considerazione i prezzi alla produzione, notiamo che la deflazione è un fenomeno molto frequente: dal 1985 al 2007 (23 anni) calano in quindici anni, praticamente quasi tutto il quinquennio della bolla speculativa e il decennio a partire dal 1994. Anche i prezzi delle importazioni hanno un andamento simile: calano in quattordici anni.³⁸

Negli anni dello scoppio della bolla, il valore degli appartamenti scese di oltre un terzo soprattutto quelle delle zone residenziali e nei grandi centri urbani.

La spesa per i consumi delle famiglie dei lavoratori ha avuto tassi di variazione negativi nel 1994, 1995, dal 1998 al 2003 e nel 2006, quasi replicando la discesa dei prezzi al consumo, con valori (assoluti) compresi tra 0,2 e 2,9 per cento.

Se però passiamo alle spese per grandi categorie e ci soffermiamo su quelle più rappresentative dei beni durevoli (casa, mobili e attrezzature per la casa, vestiti e calzature, trasporti e comunicazioni) il quadro si complica: le variazioni negative si disperdono su molti anni senza una chiara concentrazione; la spesa per abbigliamento è decrescente in quasi tutti gli anni dal 1985 al 2007.³⁹

Il Governo giapponese, nei primi anni di crisi, non seppe bene cosa fare poiché decise di rimborsare solamente i grandi investitori, con conseguente manipolazione di titoli azionari e bilanci fittizi che nascosero le perdite.

I mercati esteri diminuirono gli investimenti del 20% nel settore immobiliare nipponico.

Le Istituzioni lasciarono a sé le piccole imprese che furono vittime della situazione e iniziarono a fallire, all'incirca mille al mese causando con esso un forte incremento della disoccupazione che arrivò a circa il 3,2% nell'aprile del 1995 (peggior dato mai registrato).

Anche le grandi imprese spaventate dalla situazione decisero di trasferire le loro sedi all'esterno con conseguenze drastiche per lo Stato in quanto aveva meno entrate fiscali (anche per il fallimento delle piccole medio imprese).

Lo Stato dovette sussidiare le persone che avevano perso il lavoro e i grandi investitori.

³⁷ *Dati del Fondo Monetario Internazionale.*

³⁸ *Dati Statistics Bureau, ministero degli Interni e delle Comunicazioni.*

³⁹ *Il decennio perduto, in "lavoce.info.com".*

Come sappiamo dagli studi economici, quando ad una Nazione diminuiscono le entrate fiscali, che in questo caso sono causate della crescita della disoccupazione, dallo spostamento delle sedi fiscali in Stati esteri e ovviamente da una forte crisi e deflazione⁴⁰ (quest'ultima se non combattuta in tempi breve rischi di far aggravare ancora di più la recessione di uno Stato), essa è costretta a ricorrere ad aumentare la spesa pubblica per cercare di sostenere la domanda aggregata. Se questa non è coperta delle entrate del Paese si avrà una situazione di deficit pubblico con un aumento del debito pubblico⁴¹.

⁴⁰ *Diminuzione del livello generale dei prezzi.*

⁴¹ *È il debito dello Stato nei confronti di altri soggetti economici nazionali o esteri, quali individui, imprese, banche o Stati esteri che hanno sottoscritto un credito allo Stato nell'acquisizione di obbligazioni o titoli di una nazione.*

CONCLUSIONI

All'interno di questo elaborato si è cercato di analizzare e fornire una spiegazione dei fatti di come e perché si creano le bolle speculative e come queste alternino i prezzi dal loro valore intrinseco.

Abbiamo visto che il prezzo dei beni è dato dal suo valore fondamentale e più il valore di mercato si discosta da quest'ultimo, più significa che la bolla si sta gonfiando.

Partendo dalla base di questo evento e ripercorrendo la via del suo sviluppo abbiamo visto che spesso le fondamenta per la creazione delle bolle speculative possono essere date da comportamenti sia razionali che non razionali.

Il fatto che una bolla si gonfi spesso è da ricondurre a comportamenti degli operatori di mercato. Quest'ultimi in preda a stati di euforia ed eccessivo ottimismo, inducono gli individui a comprare azioni o beni materiali (come i tulipani) anche a prezzi irragionevolmente rialzati. Questo evento, conosciuto come "Miopia per le catastrofi", è spesso presente quando si parla di bolle speculative.

Da qui si può dedurre che nel momento in cui l'euforia svanisce e gli individui si rendono conto, che c'è troppa differenza tra il fondamentale e il valore di mercato, smettono di comprare, i prezzi calano drasticamente e la bolla scoppia provocando una forte crisi nel sistema, settore o paese colpito.

Conoscere il perché si è arrivati all'ultima fase di una crisi speculativa ossia lo scoppio è di fondamentale importanza poiché questo evento comporta fallimenti e disagi.

Ciò che è stato descritto sia per l'Olanda del 1600 che per il Giappone del 1900 sono "esempi" che hanno sconvolto la vita di migliaia e migliaia di persone, dovute a negligenze del sistema economica e nel caso giapponese soprattutto bancario.

Queste pigrizie dei sistemi economici (sia olandese che nipponico), oggi, a distanza di anni sono più facili da individuare e riconoscere, il fatto sta che come possiamo vedere dagli eventi storici che si sono susseguiti, viverli in quei momenti e prendere delle decisioni che siano le migliori per far sì che il sistema economico rimanga integro non è facile e non è detto che le soluzioni adottate dalle autorità governative siano sempre le migliori; perché come abbiamo detto prima tutte le bolle hanno delle caratteristiche comuni, ma ognuna ha un sua unicità.

Per concludere possiamo, attraverso questo elaborato, capire che tutte le teorie classiche se non vengono integrate con una componente psicologica, per esempio attraverso un'analisi dei bias o delle euristiche degli individui che sono gli attori principali del mercato dei capitali, non riescono a fornire una chiara rappresentazione della realtà.

L'individuo è spinto da diverse variabili come l'avidità, la moda, l'inclusione sociale che lo portano a compiere scelte a volte insensate per le teorie classiche.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Articolo di Bongini P., Ferri G., Patarnello A., *La crisi giapponese: scenari macroeconomici e ruolo del sistema bancario*,

https://www.researchgate.net/publication/233903627_La_crisi_giapponese_scenari_macro_economici_e_ruolo_del_sistema_bancario.

BERTOLDI M., *Stato e mercato*, dicembre 2002, (dicembre 2002), pp. 369-411, Società editrice Il Mulino S.p.A.

Biasetti G., *Bolla Speculativa: una definizione per comprenderla*, in “Banche Italia”,

<https://www.bancheitalia.it/economia-e-finanza/bolla-speculativa.htm>.

Borsa Italiana, *che cosa sono le bolle speculative*, (2007),

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/bollaspeculativa.htm>.

Dash M., *la febbre dei tulipani*, prefazione di Matteo Motterlini (2009)

E.O. REISCHAUER, *Storia del Giappone dalle origini ai giorni nostri*, Bompiani, Milano 1998, pp. 251-255, trad. it. M. SepA.

F.M.I., di Akihiro Kanaya e David Woo: *The Japanese banking crisis in the 1990s*,

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0007.pdf>.

Filippini C., *Il decennio perduto*, in “lavoce.info.com”,

<https://www.lavoce.info/archives/25377/il-decennio-perduto-del-giappone/>.

G. De Luca, *Le crisi finanziarie dalla Tulipanomania alla bolla del 1987*, Italiano LinguaDue,

<https://riviste.unimi.it/index.php/promoitals/article/view/6824>.

Galimberti, F. (2002), “*Economia e Pazzia: Crisi finanziarie di ieri e di oggi*”, Laterza, Bari.

Petrini R; *La follia dei tulipani olandesi: così è nata la prima bolla speculativa della storia*, “la Repubblica”,

https://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/11/30/news/bolla_tulipani-182608191/.

Prof. Barbera, *La prima grande bolla speculativa della storia: la bolla dei tulipani olandesi*, in “Superquark”,

<https://www.raiplay.it/video/2017/08/La-prima-grande-bolla-speculativa-della-storia-la-bolla-dei-tulipani-olandesi---09082017-ac334e9f-b084-4102-b216-cecc0ae3fe4d.html>.

Cirillo F., *La bolla che paralizzò il Giappone*, in Starting Finance, 2016;

<https://www.startingfinance.com/approfondimenti/bolla-giappone/>.

Cazzato R., *Bolla speculativa: come riconoscerla*; in Starting Finance, 2019;

[*Bolla speculativa: come riconoscerla | Starting Finance.*](#)

J. Huizinga, *La civiltà olandese del Seicento*, Torino, Einaudi, 2008.

R.Dornbusch, S.Fisher, R.Startz, *Macroeconomics, twelfth edition, 2014.*