

Le bolle speculative

Vocabolario delle crisi Le grandi crisi finanziarie pre-industriali, così come alcune delle crisi recenti, sono state originate da «bolle» speculative. Il significato del termine dal 1720 ad oggi è però cambiato. Secondo articolo della serie

Daniele Besomi

La preistoria delle crisi economiche moderne è per certi versi affascinante quanto la sua storia in senso proprio. Nonostante le crisi dell'epoca moderna acquistino tutte le loro caratteristiche solo in Inghilterra a partire dalla fine del Settecento, cioè dopo l'avvento della rivoluzione industriale e l'istituzione di un diffuso sistema bancario e creditizio, tre episodi precedenti hanno attirato l'attenzione dei commentatori e dato origine ai primi termini più tardi associati ad alcuni aspetti delle crisi economiche. Si tratta della mania speculativa sui bulbi di tulipano in alcune città olandesi tra il 1634 e il 1637; della «bolla del Mississippi» del 1719-20; e della «bolla dei mari del Sud» del 1720. In ciascuno di questi casi vi sono state forti attività speculative, che hanno mandato alle stelle i prezzi dei bulbi di tulipano e rispettivamente dei titoli di stato francesi e della britannica Compagnia dei Mari del Sud. A queste speculazioni hanno partecipato tutte le classi della popolazione che se lo potevano permettere, così che il successivo crollo dei prezzi ha causato la rovina generalizzata di tutti gli investitori meno accorti – tra i quali Isaac Newton, allora direttore della reale zecca britannica, che dell'episodio ha poi scritto: «so calcolare il corso delle stelle, ma non la follia degli uomini».

La prima bolla risale al 1634, quando vi furono forti attività speculative sui bulbi di tulipano in Olanda

Il termine «bolla», applicato al metodo di finanziamento del debito pubblico britannico tramite l'emissione di titoli di stato, sembra essere stato usato per la prima volta nel 1711, in un poemetto satirico scritto in occasione della costituzione della Compagnia dei Mari del Sud (South Sea Company) dalla quale ha avuto origine il disastro successivo. In modo premonitore, nello scritto il termine «bolla» (*bubble*, in inglese) rimanda con *trouble*, cioè problemi, difficoltà. Dopo lo scoppio della bolla stessa, l'uso del termine si è presto generalizzato. Dapprima è stato usato più in scritti satirici che non nelle riflessioni più serie sul tema: tra il 1720 e il 1722 sono stati pubblicati almeno otto pezzi burleschi, tra cui uno vergato da Jonathan Swift (l'autore dei *Viaggi di Gulliver*) intitolato: *The bubble, a poem*.

La trasposizione figurata del termine «bolla», originariamente riferito alle bolle gassose in un fluido, come le bolle d'aria o le bolle di sapone, a certi schemi finanziari non è che un caso particolare del senso figurato del termine, che già nel primo Seicento in inglese veniva impiegato per indicare (ci riferisce l'*Oxford English Dictionary*) qualsiasi cosa fragile, vuota, priva di valore, una messa in scena ingannevole. Nel corso dell'intero Settecento e in buona parte dell'Ottocento, l'enfasi era sull'aspetto fraudolento. In un dizionario del 1766 (Mortimer, *New and complete dictionary of trade and commerce*), la voce *Bubbles* iniziava così: «Le Bolle, per mezzo delle quali il pubblico è fuorviato e ingannato, sono di due tipi: quelle che possiamo chiamare bolle commerciali, e le bolle



Le conseguenze dello scoppio di una bolla speculativa sono immediate e incisive, come è stato recentemente il caso negli Stati Uniti con i subprime. (Keystone)

finanziarie». Le bolle commerciali consistono nella raccolta di sottoscrizioni anticipate di schemi produttivi o commerciali, le cui prospettive di profitto sono esagerate oltre misura e la cui credibilità è affidata a una contabilità frammentaria o manipolata. Le bolle finanziarie riguardano la compravendita di azioni o di titoli pubblici. Alcuni operatori specializzati traggono vantaggio dalle loro informazioni sul corso dei titoli, o li influenzano diffondendo false voci, per indurre il pubblico ad acquistarli o venderli.

Verso la fine dell'Ottocento l'enfasi si sposta dall'aspetto fraudolento alla fragilità delle bolle. Il termine viene ora applicato a qualsiasi schema «non ben fondato», cui si applica un intenso movimento speculativo che ne gonfia i prezzi. La prima registrazione in un dizionario di questo senso del termine risale al 1894, nel *Dictionary of political economy* di Palgrave. Questa caratterizzazione soffre del fatto che non è specificato quali siano gli attributi di uno schema «ben fondato».

Nel dizionario che successivamente ha tentato una definizione del termine, la *Encyclopaedia of the social sciences* diretta da Seligman (1933), l'autore della voce *Bubble, speculative* (W. L.

Thorp), evita di riferirsi alla fondatezza o meno dello schema di investimento e generalizza il concetto a qualsiasi titolo il cui valore è gonfiato dalla speculazione fino al punto di non avere alcuna relazione riconoscibile con l'oggetto che si sta trattando. Thorp mette in gioco (come implicitamente aveva fatto Newton) la razionalità di queste speculazioni: si tratta, scrive, di un fenomeno essenzialmente psicologico. Lo speculatore vede solo il profitto che immagina di poter ottenere; le sue scelte sono emotive, e ciò lo rende influenzabile da qualsiasi voce che circola. Ciò assicura che, al momento in cui vi sarà una reazione ai prezzi esagerati, la crisi sarà severa.

Il tema della razionalità diventa la linea di divisione tra le concezioni più recenti di «bolla speculativa». Da un lato vi sono gli autori che riprendono l'impostazione esposta da Thorp e argomentano che se per qualunque ragione di mette in moto un movimento speculativo su un titolo o un gruppo di titoli, questo movimento si giustifica da sé e per questo motivo diventa cumulativo.

Fino all'Ottocento le bolle sono considerate al pari di una truffa, in seguito come un fenomeno psicologico

La speculazione, infatti, alza il valore del titolo; gli operatori che si aspettavano un rialzo vedono confermate le loro aspettative, e speculano su un nuovo aumento dei prezzi; dunque acquistano il titolo, facendo aumentare ulteriormente il suo prezzo. Se si innesca un movimento di questo tipo, il valore del titolo sale al di là di ogni ragionevolezza. Una situazione di questo genere è intrinsecamente instabile, e richiama una correzione. Quando questa avviene, le aspettative vengono infrante, e innescano il movimento opposto, che spesso assume la forma del panico. Il fatto stesso che avvenga la correzione indica che il valore del titolo aveva raggiunto dei livelli al di là di ogni giustificazione eco-

nomica, così che l'intero processo va interpretato come irrazionale (questo punto di vista è esposto per esempio nelle voci *Internet bubble* nella *International Encyclopedia of the Social Sciences*, 2008 e *Speculative bubbles and fundamental values*, nella *Encyclopedia of political economy*, 1999).

La corrente opposta di pensiero parte invece dal presupposto che gli agenti economici siano *sempre* razionali, così che, disponendo delle adeguate informazioni e interpretando correttamente il segnale che deriva dalle variazioni dei prezzi, adeguano costantemente il proprio comportamento alle condizioni del mercato. Il mercato – inclusi i mercati dei titoli – in base a questa ipotesi è dunque efficiente. In questa ottica, il sistema in generale è continuamente in equilibrio, e nel caso dei titoli il loro valore è costantemente pari al cosiddetto «valore fondamentale». Questo consiste nel valore attuale dei flussi di denaro che il possessore del titolo si aspetta di ricevere in futuro (dividendi e ricavo della vendita del titolo). Solo se il prezzo di mercato dei titoli eccedesse il valore fondamentale si parlerebbe di «bolla». Ma nel mondo ipotizzato dagli economisti che credono nelle aspettative razionali una tale situazione è impossibile: la stessa definizione di «bolla» assicura che un tale fenomeno non esista (si vedano per esempio le voci *Bubbles* della *Concise Encyclopedia of Economics*, 2007, e del *New Palgrave dictionary of economics*, 2008).

Apparentemente la divergenza tra queste due concezioni riguarda l'assunzione di razionalità. Il postulato della scuola delle «aspettative razionali» non è solo che gli agenti economici siano intrinsecamente razionali, ma anche che questa razionalità individuale si traduca in qualche modo in una razionalità collettiva. Il problema non è nuovo: è implicito nella dichiarazione di un banchiere inglese, un certo Martin, che nel 1720 ha acquistato delle azioni della compagnia dei Mari del Sud osservando che «quando il resto del mondo è impazzito, non possiamo fare altro che seguirlo, in una certa misura». Quando

inizia una fase speculativa, per ciascun individuo ha senso «cavalcare la bolla», cioè acquistare come fanno tutti contribuendo all'aumento dei prezzi delle azioni. Perché l'operazione vada a buon fine, occorre tuttavia che si riesca a vendere prima che «la bolla scoppi» e il prezzo crolli: cosa che è palesemente impossibile che tutti riescano a fare. Collettivamente, dunque, il risultato di questo movimento si traduce in un disastro.

Il mercato è sempre razionale o è sempre instabile? Gli studiosi si dividono in queste due scuole di pensiero

In realtà la contrapposizione tra questi punti di vista riflette una grande divisione tra correnti di pensiero a proposito delle crisi che corre a un livello più fondamentale. Da una parte vi sono coloro che credono che i sistemi economici abbiano una configurazione di equilibrio essenzialmente stabile, e interpreta ogni deviazione dall'equilibrio come risultato di fattori esterni; tra questi, gli studiosi che credono nelle aspettative razionali ritengono addirittura che il sistema sia sempre in equilibrio, e che le fluttuazioni economiche siano solo il risultato dell'adattamento istantaneo del sistema a shock monetari o tecnologici o comunque a eventi esterni. La corrente di pensiero alternativa ritiene invece che a volte si inneschino dei meccanismi cumulativi che, anziché portare il sistema verso l'equilibrio, lo allontanano, e interpretano il movimento del sistema come alternanza di movimenti cumulativi in direzioni opposte, interrotti dall'intervento di qualche forza correttiva che riporta il sistema verso una posizione più sostenibile; ciò può avvenire in modo graduale, e allora abbiamo un'alternanza ciclica di accelerazione e di rallentamento, ma anche in modo violento e improvviso, e allora cade ogni apparenza di armoniosità e ha luogo una crisi vera e propria.

