



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**DIPARTIMENTO DI AFFERENZA RELATORE**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT**

**PROVA FINALE**

*L'Euforia Irrazionale dei mercati:  
Bolle speculative e Politiche Monetarie*

**RELATORE:**  
**CH.MO PROF. BRUNELLO GIORGIO**

**LAUREANDA: RIBICHINI LINDA**

**MATRICOLA N. 1043534**

**ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015**

*All'azzurro dei tuoi occhi, Papà.*

# Indice

INTRODUZIONE .....	1
--------------------	---

## PARTE I

PROFITTI E MERCATI AZIONARI .....	3
-----------------------------------	---

I. IL MERCATO AZIONARIO .....	3
II. LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DELLE AZIONI – IL VALORE FONDAMENTALE.....	4
III. ASPETTATIVE E MERCATO - THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS .....	6

L'ORIGINE DELLE BOLLE SPECULATIVE.....	8
--	---

I. I DISCOSTAMENTI DEL MERCATO DAI FONDAMENTALI.....	8
II. DEFINIZIONE ED ORIGINE DELLE BOLLE.....	9
<i>I fattori scatenanti - .....</i>	<i>9</i>
<i>Teoria della retroazione delle bolle.....</i>	<i>11</i>
<i>Bolle come schema Ponzi naturale .....</i>	<i>11</i>
III. LA DINAMICA DI UNA CRISI FINANZIARIA - IL MODELLO DI KINDLEBERGER. ....	14
IV. UN CASO NELLA STORIA:THE NEW ECONOMY (1999).....	16
V. OPINIONI CONTRASTANTI.....	19
<i>L'Irrational Exuberance di Shiller - Euforia Irrazionale.....</i>	<i>19</i>
<i>La razionalità nelle bolle.....</i>	<i>20</i>

## PARTE II

POLITICA MONETARIA E MERCATO AZIONARIO .....	22
--	----

I. MERCATO AZIONARIO E POLITICA MONETARIA.....	22
II. BANCHE CENTRALI E CRISI FINANZIARIE.....	24
III. UNO SGUARDO AL PRESENTE.....	28
<i>Strumenti di Politica Monetaria non convenzionali. ....</i>	<i>28</i>
<i>Il Quantitative Easing: La manovra e gli effetti sul mercato.....</i>	<i>28</i>
OGGI :LA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA.....	31
<i>Le conseguenze del Bazooka : Il rischio di una Bolla sui mercati Europei.....</i>	<i>34</i>

## APPENDICE

### BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

### CONCLUSIONI

### RINGRAZIAMENTI

## **Introduzione**

Lo sguardo su cosa sta accadendo oggi nei mercati azionari europei, ha rappresentato la spinta principale per la stesura di questo elaborato. Il rialzo degli indici azionari negli ultimi tempi, le manovre di politica monetaria della BCE, la riduzione dei tassi d'interesse e l'abbondanza di liquidità, rappresentano oramai da tempo gli elementi di maggior attenzione degli analisti, intenti a giustificare tali dinamiche ed a prevedere i discostamenti del mercato dai valori fondamentali (mispricing). Da qui il desiderio di mettere in atto un'analisi del mercato azionario, per capire le sue dinamiche interne, seppure a volte non spiegabili attraverso modelli matematici e del tutto razionali. Filo conduttore della trattazione infatti sarà l'ammissione della presenza sui mercati di fattori esogeni, non controllabili, fattori che incidono sul comportamento di vendita e acquisto degli azionisti. La verità è che la perfetta razionalità tanto contemplata nei mercati, in realtà è venuta meno. Gli individui sono sempre maggiormente invasi da quella che Shiller definisce un' "Euforia Irrazionale", un'euforia che ha alla base la convinzione che se il mercato va bene allora andrà sempre bene. Da qui l'inevitabile discussione sulle nascite delle bolle speculative, e sulla sempre più consueta discrepanza tra profitti e mercato. Il presente lavoro si articolerà in tre capitoli. Nel primo, dapprima si procederà ad una descrizione generale del funzionamento del mercato azionario, per poi soffermarsi su come avvenga la determinazione del prezzo di un'azione e su come le aspettative e i comportamenti individuali influenzino tale determinazione. Il secondo capitolo sarà interamente dedicato all'analisi del fenomeno della bolla speculativa, analizzando i fattori determinanti, cause e conseguenze sul mercato. Nel terzo, l'occhio sarà sul presente. La politica monetaria attuale della BCE, il Quantitative Easing, rappresenta l'occasione giusta per analizzare gli effetti di un'espansione monetaria sul mercato azionario, soffermandosi su come oggi nei mercati azionari europei ci siano tutti i presupposti per temere la presenza di una bolla speculativa. Perché come il nemico, la bolla è sempre alle porte.



## PARTE I

### PROFITTI E MERCATI AZIONARI

#### I. IL MERCATO AZIONARIO

Definire il concetto di mercato azionario sembra essere il giusto punto di partenza per la comprensione di questo elaborato. In finanza il **mercato azionario** è il luogo dove avviene la negoziazione di titoli azionari. La suddivisione in mercato primario e mercato secondario, permette una diversa collocazione. Sono collocate nel primario soltanto le azioni di nuova emissione. Le imprese, infatti raccolgono fondi in due modi: tramite il ricorso al finanziamento con debito, come ad esempio mediante prestiti o titoli di debito quali le obbligazioni, oppure tramite l'emissione di azioni, con il quale termine si intende titoli partecipativi ad una quota capitale. Sia nel primo che nel secondo caso, comunque, un titolo produce delle aspettative di remunerazione periodica: sotto forma di un interessi nel primo caso e di dividendi nel secondo. Il mercato azionario secondario è invece il luogo dove avvengono soltanto modifiche dei portafogli dei singoli investitori, in quanto sono negoziati solo titoli posti già precedentemente in circolazione.

Il detentore di un titolo azionario riceverà un rendimento basato su due componenti: il ricavo in conto capitale, dato dalla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita dell'azione, e dal periodico pagamento dei dividendi. Naturalmente le azioni sono titoli più rischiosi delle obbligazioni, i rendimenti sono meno garantiti e in caso di liquidazione gli azionisti hanno priorità minore rispetto ai creditori.

Ben Graham nel suo saggio "The intelligent Investor" [collana Harper Business, Harper & Row, Publishers Inc., 1973] definiva così il mercato azionario :

*“ Il mercato è un pendolo che dondola sempre tra un'insostenibile ottimismo, che rende le azioni troppo costose, e un ingiustificato pessimismo, che rende le azioni eccessivamente economiche.*

*L'investitore intelligente è un rialzista che vende agli ottimisti e compra dai pessimisti.*

*Le cattive notizie sono le migliori alleate dell'investitore. Gli permettono di comprare una fetta del futuro di aziende ad un prezzo scontato.”*

L'obiettivo principale di questo paragrafo rimane quello di comprendere cosa determina il prezzo delle azioni e il suo andamento nel tempo, sottolineando come esso sia connesso ai profitti dell'impresa correnti e futuri. Questo lavoro ci aiuterà a proseguire prima nell'analisi dei motivi per cui la connessione profitti-prezzo avvolta viene meno e successivamente a come rispondono i prezzi delle azioni ai cambiamenti economici e alla politica monetaria.

## II. LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DELLE AZIONI – Il valore fondamentale.

La caratteristica principale dei titoli azionari risiede nel fatto che essi non pagano importi predeterminati come avviene nel caso dei titoli di debito. Il detentore di un titolo azionario verrà remunerato partecipando alla distribuzioni dei dividendi, cui spetta solo in quanto possessore di una quota societaria partecipativa e per un ammontare proporzionale ad essa. Tale remunerazione non può considerarsi predeterminata per due aspetti fondamentali: prima di tutto rimane alla società la discrezionalità riguardo l'ammontare dei profitti da destinare come dividendi e quelli da detenere nelle proprie casse per l'autofinanziamento. Il secondo motivo risiede nel fatto che, come vedremo, oggetto di determinazione del prezzo dell'azione non saranno soltanto i dividendi correnti ma anche quelli futuri attesi, e come tali non predeterminabili. Inoltre, l'azione non è un titolo a scadenza o maturità. Esso potrebbe essere considerato di durata infinita o meglio fintanto che l'azienda sopravvive, e raccoglie credito sul mercato, da diritto alla partecipazione dell'investitore agli utili distribuiti.

In generale, in finanza viene definito **valore fondamentale** di un titolo il prezzo del titolo determinato dal valore attuale dei suoi pagamenti futuri, scontati usando tassi d'interesse appropriati. Che cosa determina allora il prezzo di un'azione? Il prezzo di un'azione reale è uguale al valore attuale dei dividendi attesi, scontati usando i tassi di interesse reali correnti e futuri attesi<sup>1</sup>. O meglio il prezzo è dato dal valore attuale del dividendo reale dell'anno successivo, scontato usando il tasso d'interesse reale corrente ad un anno, più il valore attuale del dividendo reale che verrà pagato dopo due anni, scontato usando il tasso d'interesse reale ad un anno corrente ed il tasso d'interesse reale ad un anno atteso per l'anno successivo, e così via. Definendo  $P_t$  il prezzo reale dell'azione oggi ed  $D_{t+1}^e$  il dividendo atteso all'anno  $t+1$  avremo che:

---

<sup>1</sup> O. Blanchard, Scoprire la macroeconomia, Il Mulino, 2002

$$P_t = \frac{D_{t+1}^e}{(1+r_{1t})} + \frac{D_{t+2}^e}{(1+r_{1t})(1+r_{1t+1}^e)} + \dots$$

Facile è dedurre da questa espressione che il valore fondamentale del corso azionario è determinato dal flusso atteso di tutti i dividendi futuri. Questa risulta essere la prova di come sia normale aspettarsi un legame interdipendente tra profittabilità, aspettative e prezzo delle azioni. Se ci aspettiamo che i dividendi di un'azienda aumentino, perché è aumentata la sua profittabilità, questo fa aumentare il prezzo delle sue azioni, oggi. Allo stesso tempo se ci aspettiamo che il tasso d'interesse reale ad un anno aumenti per esempio perché la BCE riduce l'offerta della moneta ci aspettiamo che il prezzo delle azioni diminuisca. Perciò, il valore fondamentale delle azioni dipende dal flusso atteso dei dividendi, e quindi in qualche misura dalla profittabilità dell'azienda, dai tassi interesse reali attesi ad un anno, nonché dalle aspettative e tendenze future. Una start up con aspettative di crescita futura, avrà un prezzo azionario tendenzialmente crescente.

Questo è il valore fondamentale.

Se realmente i prezzi azionari fossero lo specchio dei loro valori fondamentali calcolati come visto, il mercato azionario sarebbe una realtà prevedibile.

Ma, il mercato azionario è molto complesso, pochissime persone sanno anticipare il prezzo delle azioni domani, fra dieci giorni, tra un anno, in modo adeguato. L'andamento del prezzo delle azioni non può essere infatti previsto con certezza.

Ciò che ne deduciamo è che il prezzo di un'azione si può scostare dal valore fondamentale e anche per periodi consistenti, perché ci sono altri fattori che lo influenzano e che non compaiono esplicitamente nell'equazione per la determinazione del valore fondamentale sopra riportata. Nel prossimo paragrafo l'attenzione sarà sulle aspettative, le quali avvolte giocano il ruolo di maggior elemento di distorsione nei mercati azionari.



### III. ASPETTATIVE E MERCATO - The Efficient Market Hypothesis

L'analisi della teoria dei mercati efficienti, l'efficient market hypothesis o EMH, risulta un modo utile per la comprensione di come le aspettative abbiano un ruolo nella determinazione del prezzo dei titoli azionari. Lo sviluppo di tale tesi viene attribuita ad Eugene Fama che nel 1965 nel suo lavoro "*The behaviour of Stock Market Price*" individuò tre ipotesi fondamentali che rendono un mercato efficiente. Filo conduttore sarà la tesi secondo cui tutti gli individui agiscono in maniera razionale. La prima ipotesi, The Weak Hypothesis, afferma che i prezzi dei titoli nei mercati finanziari tengono conto di tutte le informazioni possibili che possano essere tratte dal mercato, anche riguardo a quotazioni passate e quantità scambiate (serie storiche). La seconda ipotesi, The Semi-strong hypothesis, sostiene che nel momento che le notizie riguardanti la distribuzione degli utili della società diventano pubbliche, il prezzo le ha già incorporate. Se il mercato lavora in maniera efficiente quindi le aspettative sono già correttamente incorporate nel prezzo del titolo. Scegliere il titolo sulla base delle informazioni pubbliche non permette quindi di battere il mercato<sup>2</sup>. L'ultima ipotesi, quella più importante, The Strong Hypothesis, sostiene che tutti gli investitori abbiano a disposizione lo stesso set di informazioni, che non vi sia cioè presenza di asimmetrie informative e che nessuno possa privilegiare di informazioni specifiche: le informazioni cadono a pioggia sul mercato.

Considerando l'equazione prima illustrata di determinazione del valore fondamentale di un'azione, l'unica variabile incerta della definizione del rendimento, supponendo che si conosca l'andamento della struttura a termine dei tassi d'interesse, è il dividendo atteso negli anni successivi, vale a dire  $D_{t+1}^e$ ,  $D_{t+2}^e$ , ecc. La teoria alla base dell'ipotesi del mercato efficiente è che tutte le aspettative sono previsioni **ottimali** formulate sulla base di tutte le informazioni disponibili e perciò il prezzo del titolo è il riflesso di tali informazioni. Molti economisti aggiungono però che l'efficienza non coincida soltanto con una previsione ottimale, ma che si possa parlare di mercato efficiente se e *solo se i prezzi dei titoli riflettano i loro valori fondamentali*. Infatti, se gli individui agiscono razionalmente e hanno accesso a tutte le informazioni possibili, gli strumenti finanziari vengono valutati correttamente in base ai loro fondamentali attraverso l'attualizzazione dei dividendi futuri attesi e con l'utilizzo di un congruo tasso di sconto corretto per il rischio. Tale affermazione ha delle implicazioni forti,

---

<sup>2</sup> Eugene Fama (1965) Riferimenti dettagliati nella bibliografia.

presuppone che il prezzo del titolo possa essere usato internamente dall'azienda per valutare il costo del capitale aziendale e per prendere decisioni in materia di investimenti.

Abbiamo dedotto che, in presenza di un mercato efficiente, essendo le aspettative formulate sulla base di tutte le informazioni possibili, esse sono già incorporate correttamente nel prezzo di titolo. Si elimina perciò l'idea delle aspettative come aspetto di distorsione del mercato. Supponendo che il mercato sia efficiente, le aspettative non hanno perciò nessuna influenza negativa su di esso, anzi contribuiscono, proprio perché formulate mediante tutte le informazioni disponibili al buon funzionamento del mercato stesso. Cosa accade se le aspettative non sono previste o non rispecchiano quelle già inglobate nella determinazione dei prezzi azionari?

Se vengono rese note informazioni già pienamente anticipate dal mercato, il prezzo del titolo rimarrà immutato. Se ci si aspetta che il dividendo distribuito l'anno prossimo sia pari al 10% e tale aspettativa la si ingloba nella determinazione del prezzo dell'azione oggi, all'annuncio della distribuzione degli utili da parte dell'azienda non vi sarà una variazione del prezzo del titolo se tale distribuzione sarà appunto del 10%. Se così non fosse e se l'annuncio provocasse una variazione del prezzo del titolo significherebbe che tale variazione non era pienamente anticipata, o in altre parole che il dividendo atteso era particolarmente diverso.

Ma, nella realtà dei mercati azionari il fatto che il prezzo del titolo debba coincidere con il suo valore fondamentale sembra essere più l'eccezione che la regola. In sostanza negli studi di Fama non c'è spazio per le bolle.

*«Non so nemmeno cosa vuol dire una bolla. Sono parole diventate di moda, ma che secondo me non hanno senso»<sup>3</sup>*

O meglio, Fama ammette sì l'esistenza sul mercato di individui che agiscono irrazionalmente, ma proprio per questo egli afferma che costoro agiscono in modo casuale compiendo operazioni incorrelate. E come tali, queste operazioni si annullano reciprocamente non influenzando gli andamenti razionali del mercato.

*"I don't even know what a bubble means. These words have become popular. I don't think they have any meaning." (Eugene Fama, 2010, New Yorker.)*

---

<sup>3</sup> Eugene Fama (2010) Riferimenti dettagliati nella bibliografia.

## L'ORIGINE DELLE BOLLE SPECULATIVE

### I. I DISCOSTAMENTI DEL MERCATO DAI FONDAMENTALI

Se i titoli finanziari sono sempre valutati correttamente sulla base di ciò che è pubblicamente noto, quando la quotazione di alcuni titoli sembra troppo alta, secondo la teoria dei mercati efficienti, questa è solo un'illusione. Infatti i prezzi dei titoli seguono percorsi casuali (random walk) e perciò qualsiasi movimento improvviso dei prezzi si verifica soltanto in conseguenza e come risposta ad informazioni veritiere e pubblicamente disponibili. Il crollo della teoria di efficienza nei mercati, è messo in atto dal registrarsi di fenomeni che non possono essere spiegati soltanto come movimenti casuali in risposta ad informazioni diverse. Si evidenzia che quando gli individui deviano da un comportamento razionale, essi non agiscono in modo casuale e non correlato, ma tali deviazioni prendono spesso la medesima direzione, ovvero, essi tenderebbero a comprare certi titoli e a venderne altri nello stesso arco temporale, lasciandosi inoltre influenzare nelle decisioni dalle informazioni dei mezzi di comunicazione, dai trend e dalle cosiddette mode passeggere. Nella realtà l'investitore non prende decisioni sfruttando tutte le informazioni reperibili nel mercato e tenendo conto del rischio, come la teoria dei mercati efficienti ci suggerisce, ma agisce spesso come riflesso di ciò che sta avvenendo nel mercato, o meglio influenzato dal comportamento di altri investitori con portafogli simili (herd behaviour). Una spiegazione di ciò, deriva da un concetto simile al Free Riding. Perché spendere tempo a reperire informazioni e valutare azioni quando ci sono investitori e società di rating che hanno indagato già il corso del titolo? L'investitore tenderà così a continuare a comprare, se queste fonti suggeriscono di comprare o iniziare a vendere se il rating del titolo manifesta tendenze discendenti. Ciò però che gli investitori non sanno è che tali stime risultano carenti di credibilità e qualità e le distorsioni tra le stime reali e quelle annunciate pubblicamente sono elevate. A volte il valore di un titolo raggiunge livelli alti soltanto perché rispecchia la costante attenzione pubblica e dei mezzi di comunicazione, i quali vengono classificati tra i più importanti fattori acceleranti del mercato. Cosa accade allora quando il mercato devia dai valori fondamentali, quando l'investitore agisce non razionalmente e quando le società di rating annunciano stime distorte? Accadono fenomeni di sopravvalutazione o sottovalutazione dei corsi azionari che non rispecchiano appunto giustificate deviazioni del prezzo dal valore fondamentale. Tali fenomeni avvengono anche in condizioni di razionalità e arbitraggio soddisfatte. Infatti, considerata un'azione che non

promette pagamenti di dividendi in futuro e che quindi il suo valore fondamentale ad oggi risulta uguale a zero, potrebbero esserci investitori intenti ad acquistarla ad un prezzo maggiore di zero, aspettandosi di rivendere il titolo tra un anno ad un prezzo superiore. Ciò rappresenta la prova di come le aspettative influenzino il mercato. I prezzi delle azioni infatti potrebbero aumentare soltanto perché gli investitori se lo aspettano avendo come concetto di base la teoria che se il mercato va bene allora andrà sempre bene.

## II. DEFINIZIONE ED ORIGINE DELLE BOLLE

Homo Bulla est.

MARCO TERENCE VARRONE

*“ Una situazione in cui i corsi temporaneamente alti sono in larga misura sostenuti dall’entusiasmo degli investitori e non da una stima coerente del valore reale. Ovvero un aumento insostenibile dei prezzi provocato dal comportamento di acquisto degli investitori e non da informazioni autentiche e fondamentali sul loro valore.” ( Robert Shiller, Irrational Exuberance, 2000)*

*“ 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 le fondamentali economiche dello stesso, dove con fondamentali economiche ci si riferisce a quelle particolari ragioni economiche che sottostanno al movimento di un prezzo.”( Borsa Italiana,2005)*

Il concetto di Bolla Speculativa, in inglese Speculative Bubble, viene utilizzato per descrivere la sistematica deviazione del prezzo dei mercati dai suoi fondamentali, ovvero dai valori che avrebbe sotto l’ipotesi di mercato efficiente. Il termine bolla utilizzato per descrivere il fenomeno, indica il repentino aumento ingiustificato dei prezzi, un effetto di rigonfiamento improvviso dei corsi azionari originato da un’elevata, a volte ingiustificata, domanda dei titoli. Inoltre, non è casuale che lo stesso termine indichi a volte concetti come illusione, imbroglio, inganno, montatura.

**I fattori scatenanti** - Tralasciando tutte le variazioni dei fattori fondamentali (aumento degli utili o variazione dei tassi d’interesse) che dovrebbero razionalmente avere un impatto

sui mercati azionari, se non vi è una crescita dell'economia o una variazione di tali fattori alla base dell'aumento del valore del mercato azionario, cosa provoca il rialzo?

Nel suo libro “ Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis” , Charles Kindleberger (1910-2003) , per anni insegnante all' Institute of Technology di Boston e contribuente all'ideazione del piano Marshall, analizza il fenomeno della crisi finanziaria in generale, scomponendolo in ognuna delle sue fasi. Secondo l'autore sono le **nuove opportunità di profitto** che alimentano ondate di boom d'investimenti. Alla base dell'instaurarsi di una crescita della domanda di titoli e alla formazione della bolla vi è perciò un interesse degli investitori verso un nuovo oggetto, spesso un'innovazione, o meglio qualcosa vista come nuova possibile fonte di guadagno nel breve termine. L'accrescere di una componente speculativa e l'entrata nel mercato di investitori inesperti, le nuove vittime della moda, tendono ad amplificare l'effetto.

La storia inoltre ci permette di individuare altri innumerevoli fattori cause di accelerazione del mercato. Passati rialzi del mercato sono avvenuti in periodi caratterizzati da un'attenzione maggiore verso i valori materialistici. La rincorsa al guadagno facile e al Dio-Denaro, hanno contribuito ad una domanda sempre più alta di titoli azionari associati ad una rapida accumulazione della ricchezza, con la convinzione che investire in azioni rappresentasse la strada per far fortuna più velocemente e che il mercato fosse il luogo ideale per farlo, fonte di lucro sicura e inesauribile, in cui cadute non sono contemplate. Altro fattore accelerante del mercato, è la crescita dell'attenzione dei media e dei mezzi di comunicazione in generale per le sue dinamiche. Una maggiore diffusione delle notizie economiche e finanziarie ha come conseguenza un aumento della domanda di titoli, un effetto un po' equivalente a quello che ha la pubblicità nei confronti dei prodotti: spingere a comprare. Ruolo fondamentale è giocato infine dagli analisti. A volte vengono visti in loro i capri espiatori del malfunzionamento del mercato, seppure dovrebbero essere proprio loro i migliori conoscitori delle sue dinamiche. Gli analisti infatti, per non sollevare controversie con le imprese raramente raccomandano la vendita dei loro titoli, anzi spesso tendono a gonfiare le previsioni future sugli utili. Secondo uno studio sul mercato americano tra il 1979 e il 1996 , le aspettative degli analisti riferite alla crescita degli utili dell'Indice S&P 500 superarono la crescita reale ogni anno per un ammontare pari al 10%.<sup>4</sup>

Tralasciamo ora come fattore accelerante del mercato l'influenza della politica monetaria che verrà affrontata più avanti nella trattazione.

---

<sup>4</sup> Steven Sharpe, Federal Reserve Board “Stock Price, Expected Returns and Inflation”

**Teoria della retroazione delle bolle** – Cosa accade quando si presentano fattori acceleranti del mercato? La domanda del titolo aumenta, chi acquista, acquista nella speranza di rivendere il titolo ad un prezzo superiore, poiché l'aumento del prezzo del titolo sarà il riflesso delle aspettative riguardanti la sua crescita. La corsa all'acquisto diviene infrenabile e gli aumenti dei prezzi agli occhi di molti vengono visti, non come un campanello d'allarme ma come la conferma, la prova della giusta previsione riguardo la potenzialità del titolo. La prova cioè che acquistandolo oggi potrà essere rivenduto domani ad un prezzo più alto, permettendo così guadagni in conto capitale. Questo stimola ulteriormente all'acquisto e a sua volta l'aumento del prezzo, inducendo nuovi soggetti economici ad entrare nel mercato. È in questa fase che infatti entrano nel mercato gli investitori non professionali, solitamente restii ad acquistare strumenti finanziari dal rischio elevato, allettati dal gioco del capital gain. Tale meccanismo descritto, di interazione tra domanda e prezzo del titolo, non è altro che la spiegazione della teoria della retroazione delle bolle. Tale teoria sostiene che, gli aumenti iniziali dei prezzi, supponiamo causati dall'avvento di un'innovazione, provochino ulteriori aumenti dei prezzi mano a mano che gli effetti degli aumenti dei prezzi iniziali agiscono retroattivamente sui prezzi stessi attraverso una maggiore domanda degli investitori. Questa seconda fase retroagisce in una terza, poi in una quarta e così via, come un circolo vizioso che vede domanda di titoli e il loro prezzo rincorrersi l'un l'altro. La spiegazione dell'instaurarsi della bolla avviene nella maggior dei casi in riferimento a questa retroazione. L'idea più diffusa è che la retroazione ha luogo perché i passati aumenti dei prezzi generano aspettative di ulteriore aumenti, un po' come la convinzione che se il mercato va bene allora andrà sempre bene.

**Bolle come schema Ponzi naturale** - Molti economisti nel descrivere il fenomeno della bolla speculativa, sono arrivati a ricondurlo ad uno schema Ponzi di tipo naturale, dove non vi è però un truffatore individuabile a dar vita e poi dirigere il gioco, ma appunto un processo quasi naturale, di cause non identificabili che si sviluppa sotto le stesse dinamiche di uno schema Ponzi tradizionale. Lo schema Ponzi, è un sistema, ormai definito illegale, che consente la raccolta di grandi somme di denaro, poggiandosi su di un meccanismo ingannevole. La pratica consiste nella promessa da parte del gestore dello schema di grossi guadagni per conto degli investitori, a seguito dell'investimento del loro denaro in attività estremamente profittevoli. Il fatto è che i fondi messi a disposizione dall'investitore vengono parzialmente o per nulla investiti, in quanto essi verranno utilizzati dal truffatore per la liquidazione del primo gruppo di investitori. In altre parole, il truffatore liquiderà il primo gruppo di investitori con la raccolta di denaro da parte di un secondo gruppo, il quale verrà

liquidato mediante la raccolta di denaro da parte di un terzo gruppo e così via. Elemento amplificatore del gioco è il fatto che, una volta che il primo gruppo è stato liquidato, essi tenderanno a persuadere e convincere un altro gruppo di investitori che entreranno nello schema addirittura con somme più grandi.

*“Lo schema Ponzi è un modello economico di vendita truffaldino che promette forti guadagni alle vittime a patto che queste reclutino nuovi “investitori”, a loro volta vittime della truffa”<sup>5</sup>.*

Ne deduciamo che il gioco funziona soltanto finché nuovi investitori o meglio nuove vittime vengono reclutate. Cosa ha a che vedere il fenomeno della bolla con quanto descritto? Anche se nel mercato non vi è un manipolatore che gestisce lo schema, quando i prezzi salgono, gli investitori sono ricompensati dagli andamenti dei prezzi nei mercati come avviene nello schema Ponzi. Da qui la definizione di bolla speculativa come schema Ponzi naturale. Man mano che i prezzi salgono, andranno a ricompensare i primi investitori, ma allo stesso tempo ad attrarne di nuovi, spingendo la domanda e il prezzo dei titoli in alto. Il ricavato dalla vendita di questi titoli a loro volta ricompenserà un nuovo gruppo di investitori e così via. Naturalmente questo schema, proprio come una bolla, deve avere una fine, dal momento che il numero degli investitori che entrano nel mercato non può aumentare all'infinito.

---

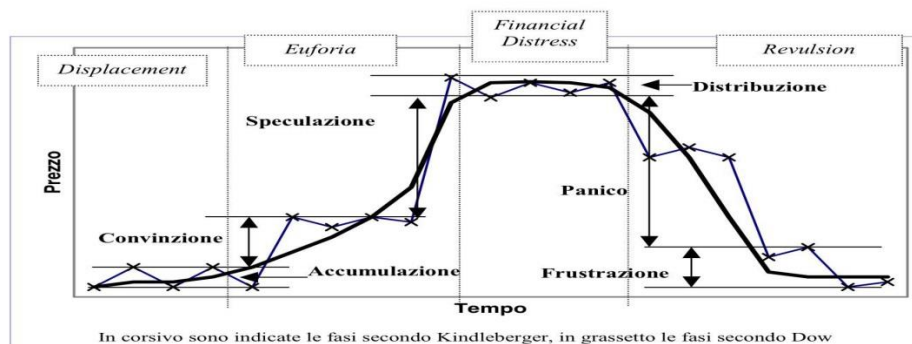
<sup>5</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Schema\\_Ponzi](https://it.wikipedia.org/wiki/Schema_Ponzi)

*Property, stock and bond market bubbles  
are social-psychological phenomena,  
so are naturally difficult to control.*

*(Robert Shiller)*



### III. LA DINAMICA DI UNA CRISI FINANZIARIA - Il modello di Kindleberger.



L'analisi di Charles P. Kindleberger si propone di analizzare i diversi momenti o fasi che caratterizzano una crisi finanziaria. Egli ne individua 4: Displacement, Euforia, Financial Distress, Revulsion.

La prima fase il Displacement (Cambiamento/Spostamento), coincide con quanto già descritto precedentemente. È la fase in cui viene individuata la nuova opportunità di profitto e grandi aspettative di crescita futura. La storia ci insegna che non solo le nuove opportunità di profitto sono state alla base dell'insorgere di crisi finanziarie, ma anche periodi pre e post guerra, verificarsi di grandi mutamenti politici, nuove invenzioni, coniazione di nuove monete, o periodi di larga concessione di prestiti. In questa fase le imprese e gli individui investono denaro massicciamente verso fonti redditizie, assistendo ad un vero boom degli investimenti.

La seconda fase, l'Euforia, vede il diffondersi di atteggiamenti di esaltazione, ebbrezza da parte degli investitori. La domanda diviene emotiva piuttosto che razionale. Il prezzo si discosta dai fondamentali e incorpora un "premio aspettativa" enorme. Spesso, pur di rimanere nel mercato, poiché attratti da allettanti prospettive di profitto, gli investitori sono disposti anche ad indebitarsi. Si tratta per lo più di investitori non esperti che contribuiscono all'emergere della bolla. Due tipi di investitori infatti vengono individuati: gli *Insiders* che operano "dentro" il mercato, fanno salire i prezzi ed al momento in cui il mercato si trova ai massimi vendono guadagnando dal capital gain, e gli *Outsiders* che operano da fuori, sono i cosiddetti inesperti o dilettanti che comprano a prezzi massimi e finiranno per rivendere a

prezzi minimi: le cosiddette vittime della bolla. Il comportamento di questi investitori, spinti da un forte ottimismo, conduce a situazioni di overtrading, ovvero eccesso di negoziazioni o in termini gergali, situazioni in cui “si fa troppo mercato”.

La terza fase viene chiamata “Financial Distress”( Disagio finanziario), è la fase in cui ci si rende conto che il mercato è ai suoi massimi e che di lì a poco inizierà una corsa alla liquidità. Le cause di questo disagio finanziario possono essere molteplici, ma per lo più coincidono con fallimenti, frodi e deficit della bilancia dei pagamenti. Il panico inizia a dominare il mercato.

L'ultima fase , Revulsion ( Rivolgimento), è la fase della fuga, o scoppio della bolla. I prezzi dei titoli diminuiscono bruscamente, i fallimenti aumentano, le banche non concedono più prestiti (credit crunch). La bolla è esplosa. Tra le possibili conseguenze, vi è quella più drammatica di chiusura dell'intero mercato, situazione oggi surrealistica data l'integrazione mondiale dei mercati azionari. L'intervento di un prestatore di ultima istanza, Fondo Monetario, Banca Centrale, o Governo, può contribuire ad uscire dalla crisi con poche ferite di guerra. Infatti il prestatore di ultima istanza è l'unico capace di fermare la corsa alla liquidità emettendo moneta. È una sorta di stabilizzatore del mercato. La manovra messa in atto attualmente dalla Banca Centrale Europea, il QE, che verrà approfondita più avanti, può essere considerata proprio come un intervento di un prestatore di ultima istanza. Infine, da non dimenticare è il fatto che molti economisti sono convinti che a crisi finanziarie seguano sempre periodi di grande espansione economica. Infatti i prezzi dopo aver toccato il tetto del valore massimo e dopo lo scoppio della bolla, tenderanno ad assumere valori al di sotto del valore fondamentale, creando così ottime opportunità di nuovi investimenti e ripresa economica. Lo schema riportato in Appendice , pubblicato dalla borsa italiana, sintetizza il ciclo della crisi finanziaria qui discusso.

#### IV. UN CASO NELLA STORIA: THE NEW ECONOMY (1999)

L'ondata speculativa che ha investito il mercato dei titoli tecnologici alla fine degli anni Novanta.

Quest'ultima rappresenta uno dei casi più limpidi di valutazione irrazionale dei prezzi delle azioni

*(The Irrational Exuberance).*

La fine del XX secolo, è stata protagonista di uno degli episodi più recenti di crisi finanziaria. Ciò che avvenne nel mercato azionario Americano in questi anni, non ebbe effetti circoscritti ma coinvolse l'intero mercato mondiale. C'è chi afferma che questa crisi, ha rappresentato solo la prova generale della ben più grave bolla immobiliare esplosa nel 2008 da cui l'Economia mondiale cerca tutt'oggi di rialzarsi. Il termine "The New Economy" viene utilizzato per indicare il passaggio del sistema Americano da un'economia prevalentemente basata sul settore manifatturiero ad un'economia incentrata sui servizi. In particolare, oramai con tale termine si identifica la svolta avvenuta nella seconda metà degli anni Novanta dovuta all'introduzione di Internet, alla nascita del World Wide Web e di tutte le tecnologie informatiche che fino ad allora costituivano solamente interesse di specialisti ma che a partire da questi anni diventarono argomento di discussione pubblica. I computer non erano più soltanto un modo per manipolare informazioni, ma un modo stesso per comunicarle. Quale furono le conseguenze sul mercato azionario? L'avvento di Internet può essere considerato il "nuovo oggetto", la nuova opportunità di guadagno che come discusso precedentemente rappresenta spesso la causa dell'instaurarsi di una bolla ?

In questi anni, il mercato azionario americano giunse a livelli massimi, di cui non si registrò mai dei precedenti. Nel 1994 il Dow Jones Industrial Average, il più noto indice azionario della borsa di New York calcolato prendendo a riferimento i prezzi dei maggiori 30 titoli di Wall Street, era pari a 3600 ma nel 1999 superava quota 11000 per poi giungere a 11700 all'inizio del 2000, con un aumento complessivo dei corsi pari al 200%<sup>6</sup>. Se la triplicazione di queste quote avesse realmente rispecchiato un aumento degli indicatori di base, probabilmente la storia sarebbe stata diversa. Ma reddito pro capite e Pil aumentarono in quegli anni meno del 30% e ciò fu dovuto in gran parte all'inflazione, mentre la crescita degli utili aziendali fu soltanto del 60%. Se ne deduce che questo sensazionale aumento dei prezzi non fu accompagnato da una crescita degli utili in termini reali.

---

<sup>6</sup> The Irrational Exuberance, Robert J. Shiller

Il grafico riportato qui di seguito ne funge da prova. La curva superiore indica l'andamento del valore reale mensile dell'indice Standard and Poor's Composite nel periodo Gennaio 1871- Gennaio 2000 e quella inferiore l'andamento degli utili in termini reali negli stessi anni. Più precisamente, dal 1994 si registrò un aumento degli utili aziendali in termini reali del 36%



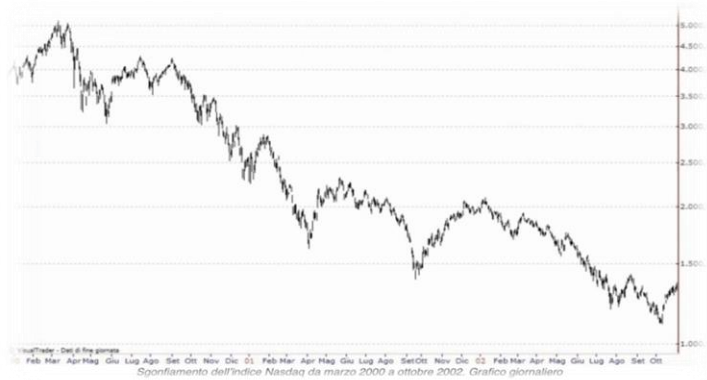
secondo l'indice azionario S&P Composite, ma la cosa da sottolineare è che non può essere stato l'avvento di Internet a causarlo, poiché le nuovissime società tecnologiche non producevano ancora alti profitti. La non corrispondenza tra utili e prezzo delle azioni tecnologiche, è come abbiamo già discusso un segnale della presenza sul mercato di una bolla speculativa. Perché il prezzo delle azioni aumentò? Perché il mercato americano era invaso da un eccesso di ottimismo ed euforia, un entusiasmo senza precedenti, ed è da esso che la bolla prese forma. Investitori a caccia di nuovi profitti iniziarono ad essere attratti dal mercato tecnologico, ma anche le stesse imprese aumentarono a dismisura i loro investimenti in titoli IT. La domanda di tali titoli crebbe ad un ritmo velocissimo, poiché le aspettative poste sul World Wide Web erano altissime e rappresentavano la giusta novità su cui investire. I prezzi dei titoli schizzarono alle stelle.

<http://www.traderpedia.it/wiki/index.php>



L'indice NASDAQ, che trattava principalmente titoli tecnologici, triplicò intorno agli anni 2000 il suo valore iniziale. Nel dettaglio, da Agosto 1995 a Marzo 2000, l'aumento è stato pari al 500%. Il 10 Marzo 2000, infatti, l'indice dei titoli tecnologici raggiunse il suo picco più alto a quota **5132,52**. Fu questo il tetto massimo raggiunto dall'indice dal quale iniziò la sua caduta. Il mercato tecnologico mondiale, nel giro di poco più di un anno, dimezzò il suo valore. Quell'euforia si chiuse con un disastroso tracollo del Nasdaq. Il 15 Marzo precipitò a quota 4.580 perdendo circa il 9%. Nel corso del 2001 lo sgonfiamento della bolla procedette a piena velocità e molte aziende Dot Com quotate al Nasdaq cessarono di esistere. Il 10 ottobre 2002 l'indice toccò un minimo a quota 1,108.49.

La storia non è affatto nuova: fenomeni di euforia dei mercati, e instaurarsi di bolle, erano già accaduti: in Olanda per i tulipani nel Novembre del 1637, nel 1720 con le società di navigazione dei mari del Nord e nel 1840 con l'avvento delle ferrovie. Infine, come non ricordare la bolla di Wall Street del 1929 quando nel giorno chiamato “ Il Giovedì Nero”, milioni di persone persero i risparmi e lo Stato americano entrò nella Grande Depressione. Il peggio è che forse la storia è ancora destinata a ripetersi.



## V. OPINIONI CONTRASTANTI

### **L'Irrational Exuberance di Shiller - Euforia Irrazionale**

Il primo ad usare il termine di “Euforia Irrazionale” fu Alan Greenspan, presidente del Federal Reserve Board a Washington il 5 Dicembre 1996. Il termine venne usato per descrivere il comportamento degli investitori sul mercato azionario americano, proprio negli anni che videro l’instaurarsi della bolla speculativa della New Economy analizzata nel paragrafo precedente. Il termine tuttavia venne fatto subito proprio da Robert J. Shiller, padre della finanza comportamentale o behavioural finance, divenuto famoso in tutto il mondo per la tesi secondo cui le valutazioni dei mercati finanziari non sono determinate esogenamente, ma dipendono da fenomeni di interazione sociale. Mettendo insieme elementi di psicologia, storia, economia e sociologia, egli interpreta il prezzo delle azioni come qualcosa di diverso dal semplice risultato derivato dall’aggregazione di informazioni disponibili ad individui razionali, riservando uno spazio ad una componente soggettiva e sociale nella determinazione del prezzo azionario. Sicuramente uno dei più grandi contestatori della Efficient Market Hypothesis, Shiller sostiene che i prezzi delle azioni incorporano credenze irrazionali degli operatori i quali, come bene spiega la teoria del comportamento del gregge di Keynes o herding behaviour, tendono a muoversi in gregge, diventando mandrie impazzite ed euforiche che agiscono in maniera del tutto razionale. Il prezzo dei titoli azionari diviene perciò molto più di una semplice somma di informazioni economiche, così come la teoria dei mercati efficienti sostiene. Come egli afferma nell’introduzione del suo capolavoro “Irrational Exuberance”:

*“Con l’alibi del distacco scientifico, gli economisti tendono a nascondersi dietro il semplice ma elegante modello dell’efficienza di mercato per giustificare la propria posizione professionale”.*

La realtà del mercato azionario secondo l’autore è un aspetto confuso e non artificiale, è l’irrazionalità che domina il mercato ma soprattutto il comportamento degli individui. È qui che il fattore psicologico diventa importante. La maggior parte degli individui considera il mercato come qualcosa a sé stante, ma in realtà è il gruppo stesso degli operatori e investitori a determinarne il corso. Shiller sostiene che i prezzi delle azioni si muovono soprattutto per effetto dell’entusiasmo e dell’esuberanza degli investitori e che perciò non ci sia nulla di razionale nell’istaurarsi di una bolla speculativa, ma essa sia dovuta soltanto ad un eccesso di

euforia ed ottimismo degli individui in cerca di guadagni facili nel breve periodo e con aspettative positive di crescita economica.

*Al momento si sente nell'aria stravagante aspettativa per non dire euforia irrazionale, la gente è troppo ottimista, non c'è la vaga ipotesi che il mercato possa muoversi al ribasso, semmai gli investitori si comportano come se non fosse mai abbastanza alto, escludendo che esso possa cominciare a scendere.*<sup>7</sup>

Con Shiller il fenomeno della bolla speculativa diviene un'anomalia di mercato legata più alla componente psicologica che a quella razionale.

## La razionalità nelle bolle

Opinione del tutto contrastante rispetto al pensiero di Shiller è la tesi secondo cui niente di irrazionale esiste quando si parla di bolle speculative. Tale fenomeno diviene un fenomeno endogeno del mercato e dominato da perfetta razionalità.

I sostenitori di questa teoria spiegano la creazione delle bolle speculative come il risultato di un comportamento razionale. Comprare e rivendere a prezzi sempre più alti è lecito, poiché è razionale aspettarsi un guadagno, conoscendo gli andamenti del mercato nel passato.

Infatti anche in presenza di ipotesi forti come aspettative razionali e assenza di asimmetrie informative, avvengono scostamenti dei prezzi dai fondamentali. Se il valore fondamentale di un'attività è data dal suo valore attuale scontato dei dividendi futuri attesi  $P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E(D_{t+i})}{(1+r)^i}$  e assistiamo ad un scostamento del prezzo da tale valore perché siamo in presenza di una bolla speculativa, il valore della bolla sarà  $B_t = \frac{E(B_{t+1})}{(1+r)}$  dove  $r$  è il tasso a cui il rendimento della Bolla deve crescere in ogni periodo per restare attraente per l'investitore. E il prezzo di mercato è ora definito da  $\text{prezzo} = \text{fondamentale} + \text{bolla}$ .

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(D_{t+i})}{(1+r)^i} + \frac{E_t(B_{t+1})}{(1+r)} \quad \text{ovvero: } P_m = P_t + B_t$$

Nel prezzo di equilibrio si incorpora un trend esponenziale, che potrebbe essere definito come un tasso di crescita della bolla. Si acquista a un prezzo già troppo elevato rispetto ai fondamentali perché è razionale assumere che possa ancora crescere ad un tasso  $r$ .

<sup>7</sup> Robert J. Shiller, Irrational Exuberance, Introduzione (pag. 18)

Tuttavia, a questa fase sussegue una opposta e di direzione inversa. L'eccesso di vendite di particolari titoli e l'innalzamento repentino dei loro prezzi condurrà ad un calo considerevole delle quotazioni. Infatti, se il prezzo diviene troppo elevato, perfino i maggiori investitori saranno riluttanti nell'effettuare nuovi acquisiti. Prospettive economiche meno ottimistiche, vendita di titoli per monetizzare il guadagno, comporteranno così un calo drastico dei valori. Gli effetti verranno amplificati dalla corsa degli investitori alla vendita dovuta alla paura che si verifichino ulteriori diminuzioni dei valori. Si assiste così al fenomeno identificato come scoppio o sgonfiamento della bolla sui mercati. I listini iniziano la discesa a picco, inizia la corsa al "si salvi chi può". Di fronte alle prime discese, a volte il governo o i grandi istituzionali cercano di intervenire per bloccare o almeno rallentare la caduta della quotazioni. Alla lunga, niente e nessuno può fermare il panico. Con la stessa irrazionale esuberanza di acquisto gli investitori saranno spinti allo stesso modo a liberarsi di quelle che vengono identificate come minacce di perdita di denaro.



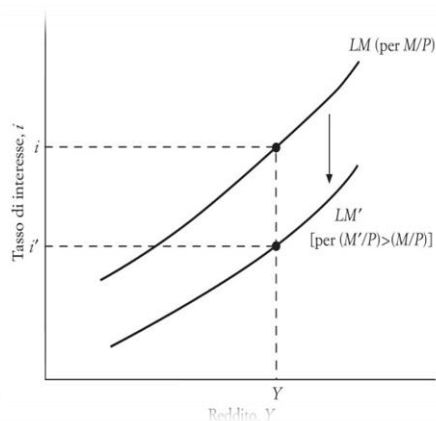
## PARTE II

### POLITICA MONETARIA E MERCATO AZIONARIO

#### I. MERCATO AZIONARIO E POLITICA MONETARIA

L'intento della seconda parte di questo elaborato è l'analisi dell'influenza che la politica monetaria ha sull'andamento dei prezzi e sul mercato azionario nel suo insieme. Infatti finora abbiamo tralasciato completamente il ruolo della politica monetaria sul mercato che qui verrà analizzato utilizzando come strumento il modello IS-LM. Successivamente l'attenzione verrà spostata sul presente, sulla politica monetaria attuale di Mario Draghi e sulle sue conseguenze sul mercato azionario Europeo.

**Gli effetti di un'espansione monetaria sul mercato.** Cosa succede sul mercato azionario se la Banca Centrale decide di mettere in atto una politica monetaria espansiva? Se gli operatori hanno perfettamente anticipato la politica monetaria, ovvero si aspettano che la Banca Centrale di lì a poco immetterà nuova moneta nei mercati, nessun effetto vi sarà sul prezzo delle azioni poiché esso già incorporerà correttamente le previsioni sulla manovra. Il mercato non reagisce affatto. Se invece la politica risulta inattesa come si muoverà? Una politica monetaria espansiva provocherà una riduzione dei tassi d'interesse. Prendiamo come strumento di analisi il modello IS-LM qui di sotto riportato. La curva LM viene definita come la condizione di equilibrio nei mercati finanziari ovvero domanda uguale offerta di moneta,  $M = \epsilon YL(i)$  o in termini reali  $\frac{M}{P} = YL(i)$ . Perciò l'equilibrio sui mercati finanziari può essere espresso in termini di uguaglianza tra domanda e offerta reale di moneta. Il tasso d'interesse  $i$ , riportato sull'asse verticale, rappresenta il costo della moneta, o meglio il costo opportunità di detenere moneta anziché altre attività come le obbligazioni, conosciuto anche come policy rate. A parità di domanda di moneta cosa accade se l'offerta aumenta? Per riportare l'equilibrio sul mercato finanziario, un aumento dell'offerta di moneta necessita, per un dato livello di produzione e



Oliver Blanchard, 2010

per una data domanda reale di moneta che il tasso d'interesse si riduca. Infatti come si può notare dal grafico, la curva LM si sposta verso il basso provocando una riduzione del tasso d'interesse  $i$ .

Cosa succede alla curva IS? La manovre di politica monetaria non influenzano direttamente la curva IS che quindi a seguito di un'espansione monetaria non si muoverà affatto. Infatti, se l'intento è quello di agire direttamente sulla produzione  $Y$ , una politica monetaria espansiva da sola non basta. Essa dovrà essere accompagnata da un'adeguata politica fiscale da parte dello Stato.

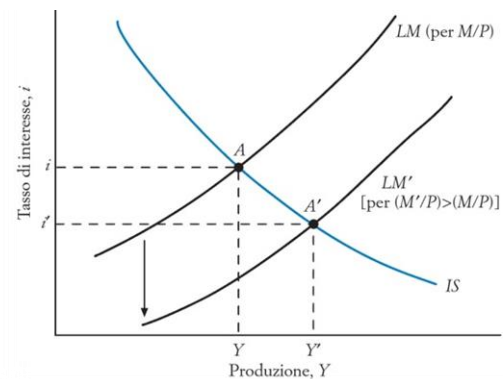
Tuttavia, lo spostamento della curva LM verso il basso, provoca un temporaneo aumento della

produzione  $Y$ , che persiste finché essa non tornerà al suo livello naturale  $Y_n$ . Se in questo lasso di tempo aumenta la produzione, aumenteranno anche i profitti e quindi i dividendi. Dall'equazione usata per la determinazione del valore fondamentale di

un'azione ne deduciamo che se il tasso

d'interesse, trovandosi al denominatore, diminuisce e contemporaneamente i dividendi, che si trovano al numeratore, aumentano, allora il prezzo delle azioni dovrà necessariamente crescere. Il risultato di questa analisi giustifica perciò il comportamento dei prezzi in presenza di una politica monetaria espansiva. Essi aumentano.

Oliver Blanchard, 2010



## II. BANCHE CENTRALI E CRISI FINANZIARIE

*“Sul piano storico, è possibile constatare come i momenti di panico superati con maggiore successo, siano stati quelli in cui si è registrato l’intervento di un “prestatore di ultima istanza”, ovvero di un’entità in grado di fornire la liquidità necessaria al mercato per poter superare la crisi.”<sup>8</sup>*

Hyman Minsky (1919-1996), fu un economista post-keynesiano noto per la sua teoria dell’instabilità finanziaria e per l’analisi portata avanti, un po’ come Kindleberger sulle cause delle crisi nei mercati azionari. Ora, non volendoci soffermare nell’analisi del suo intero pensiero, cosa che risulterebbe fuorviante rispetto al nostro intento, poniamo l’attenzione su ciò che egli espone nella sua opera “Keynes e l’Instabilità del Capitalismo, 1981”, in materia di rapporto tra bolle speculative e quindi crisi finanziarie e ruolo delle Banche Centrali.

Secondo Minsky, i mezzi che hanno a disposizione le Banche Centrali e lo Stato risultano utili per modificare il comportamento dell’economia. Politiche monetarie mirate e interventi statali possono infatti contribuire ad uscire da una crisi finanziaria evitando conseguenze drammatiche e aiutando una ripresa economica immediata. L’intervento della Banca Centrale infatti può salvare in molti casi dal fallimento. Il nucleo del pensiero di Minsky sta nel sostenere che il ruolo delle Banche Centrali non si limita a quello di controllare l’offerta di moneta, ma coincide con un obiettivo più alto: evitare l’instabilità finanziaria. Già nella prima parte di questo elaborato, durante l’analisi del pensiero di Kindleberger, era stato introdotto il concetto di prestatore di ultima istanza. La Banca Centrale e lo Stato possono proprio essere considerati due esempi di *Lender of last resort*, detentori del compito di impedire un crollo drastico dei valori delle attività finanziarie, per esempio in seguito ad uno sgonfiamento di una bolla speculativa, favorendo il ripristino delle istituzioni finanziarie e dirigendo l’economia verso un sentiero di crescita e di prezzi stabili. Cosa in pratica ci si aspetta da un prestatore di ultima istanza?

**Tassi d’interesse e Strumenti di Politica Monetaria** – Il prestatore di ultima istanza per eccellenza è la Banca Centrale, in Europa Banca Centrale Europea o BCE, alla quale vengono affidati compiti come l’emissione della moneta e dei titoli del debito pubblico. Lo scopo

---

<sup>8</sup> Keynes e l’Instabilità del Capitalismo, 1981

principale della BCE resta comunque quello di garantire la stabilità dei prezzi nell'area Euro, mirando a mantenere un tasso d'inflazione annuo all'incirca del 2%. È infatti opinione largamente condivisa che, mantenendo la stabilità dei prezzi, la politica monetaria possa contribuire in misura significativa a una crescita durevole, al benessere economico e alla creazione di posti di lavoro.

In che modo la politica monetaria influisce sul livello dei prezzi? Innanzitutto deve trascorrere molto tempo prima che i prezzi siano influenzati dalla politica monetaria, tuttavia, nel lungo periodo, le variazioni dell'offerta di moneta da parte della BCE, si riflettono esclusivamente sul livello dei prezzi, e quindi sul tasso di inflazione, senza influenzare il livello di disoccupazione ed il PIL. L'inflazione, in definitiva è un fenomeno monetario e come tale la Banca Centrale è in grado di controllarlo nel lungo periodo.

Un ruolo fondamentale per mantenere la stabilità dei prezzi è giocato dai tassi d'interesse a breve termine. Perché il livello dei tassi d'interesse nell'economia è importante?

La Banca Centrale determina i tassi ufficiali, cioè i tassi di interesse nominali a breve sui prestiti concessi alle banche, chiamati anche tassi di riferimento o costo opportunità della moneta. Le attese circa l'andamento futuro di questi tassi influenzano una serie di tassi di interesse inter-bancari (es EURIBOR) e di mercato di più lungo periodo. A loro volta, le variazioni dei tassi d'interesse di mercato condizionano le decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese. Essi determinano la domanda e il costo dei prestiti alle banche, quindi gli investimenti, la domanda e il costo dei mutui, il rendimento sui risparmi degli individui. Con un aumento dei tassi d'interesse, la domanda di prestiti cala, si riduce la spesa per investimenti, il risparmio diventa più attraente e perciò il consumo e la produzione si riducono: i prezzi diminuiscono. Ci si può dunque attendere che un innalzamento dei tassi di interesse produca un calo della spesa per consumi e investimenti, attenuando però infine le spinte inflazionistiche. Dall'altro lato, bassi tassi inducono gli individui a domandare più prestiti, aumentare gli investimenti delle imprese, detenere più denaro corrente piuttosto che risparmiarlo, aumentando così i consumi e in definitiva anche la produzione. I prezzi aumenteranno e minacce deflazionistiche verrebbero eliminate.

Il Consiglio direttivo della BCE ha quindi il compito di decidere il livello dei tassi di interesse a breve termine, al fine di contrastare le pressioni inflazionistiche e deflazionistiche e assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Consideriamo ora gli strumenti utilizzati dalla Banca Centrale per le sue manovre di politica monetaria tramite cui varia l'offerta di moneta e le conseguenze di tali manovre sui mercati finanziari. L'offerta di moneta viene modificata attraverso l'acquisto e la vendita di titoli sul mercato aperto. Tali operazioni vengono denominate appunto operazioni di "mercato aperto dei titoli". Se la Banca Centrale ha come obiettivo l'aumento di liquidità nell'economia, acquisterà dei titoli sul mercato pagandoli con moneta, creando in questo modo nuova moneta e aumentandone così il volume in circolazione. Se dall'altro lato la Banca Centrale ha come obiettivo la riduzione della moneta in circolazione, allora procederà alla vendita dei titoli che detiene tra le attività del suo bilancio, rimuovendo poi la moneta che riceve come mezzo di pagamento. Ma quali sono gli effetti di un'operazione di mercato aperto e più precisamente di un'espansione monetaria? Acquistando titoli sul mercato, la Banca Centrale fa aumentare la domanda di titoli e di conseguenza anche il loro prezzo. Inoltre, poiché il prezzo di un titolo è dato da rimborso finale (che qui assumiamo uguale a 100) diviso per  $(1+i)$ ,  $\epsilon P_t = \frac{\epsilon 100}{1+i}$ , allora, se il prezzo del titolo aumenta il tasso d'interesse sui titoli scende. (Si veda il grafico sul modello IS-LM riportato precedentemente). **È per questo che molte volte dire la Banca Centrale ha deciso di aumentare l'offerta di moneta è equivalente a sostenere che ha deciso di tagliare i tassi d'interesse.**<sup>9</sup> Per esempio, se l'inflazione sembra salire sopra il target, la Banca Centrale aumenterà i tassi per far diminuire la spesa (e quindi l'inflazione). Contrariamente, se l'inflazione sembra scendere al di sotto del 2%, la Banca Centrale ridurrà i tassi d'interesse per spingere la spesa (e quindi l'inflazione).

Tuttavia durante una fase di crisi finanziaria, una politica monetaria espansiva può risultare anche inefficace. Ovvero, la Banca Centrale attraverso manovre espansive di politica monetaria non riuscirà ad avere più nessuna influenza sui tassi d'interesse di mercato. Il primo ad usare la definizione di trappola della liquidità fu Keynes (1883-1946), che analizzò appunto l'inefficacia della politica monetaria quando l'economia si trova un policy rate vicino allo zero. Come già discusso, variando l'offerta di moneta, la Banca Centrale può influenzare il tasso d'interesse a breve ovvero il costo della moneta. Tuttavia c'è un limite. La Banca Centrale non può ridurre il tasso d'interesse nominale al di sotto dello zero. Di fatto, i tassi di interesse nominali non possono essere portati su livelli inferiori allo zero in quanto nessuno presterebbe più del denaro se si attendesse di essere successivamente rimborsato con una somma inferiore a quella concessa in prestito. Inoltre, quando i tassi d'interesse si avvicinano allo zero, gli individui divengono indifferenti tra detenere moneta in contanti o in

---

<sup>9</sup> O. Blanchard, Scoprire la macroeconomia, Il Mulino, 2002

titoli. La funzione di domanda di moneta diviene orizzontale e un'espansione monetaria diviene una manovra inefficace ovvero, il tasso d'interesse rimarrà pari a zero. Se la politica monetaria in questi casi diviene inefficace, cosa può fare la Banca Centrale per uscire dalla trappola? Per rispondere a questa domanda, nel prossimo paragrafo verrà presentato uno strumento di politica monetaria efficace sotto l'ipotesi di trappola della liquidità: Il Quantitative Easing.

### III. UNO SGUARDO AL PRESENTE

#### **Strumenti di Politica Monetaria non convenzionali.**

#### **Il Quantitative Easing: La manovra e gli effetti sul mercato.**

I mezzi che la Banca Centrale ha per controllare la crescita dei tassi d'interesse sono, come abbiamo visto, le operazioni di mercato aperto. Sempre di più oggi infatti le Banche Centrali agiscono in questo modo: esse stabiliscono il tasso d'interesse obiettivo e muovono l'offerta di moneta in modo tale da raggiungerlo. Ma quando i tassi d'interesse sono vicini a zero (situazione di trappola della liquidità) gli strumenti di politica monetaria tradizionali vengono meno. L'aumento dell'offerta di moneta in questi casi non ha alcuna influenza sui tassi poiché la domanda di moneta da parte degli individui diviene orizzontale o meglio infinita. È in questi casi che le Banche Centrali fanno uso di strumenti inconsueti di politica monetaria..

*“Il Quantitative Easing. Si tratta del processo di creare moneta da parte delle Banche Centrali al fine di acquistare, per esempio, Titoli di Stato in mano ai privati o titoli di altro tipo. È una strategia che viene messa in campo quando i tassi d'interesse sono vicini allo zero e l'istituto centrale ha pochi margini di manovra sul costo del denaro. Attraverso il quantitative easing viene allargata la massa monetaria presente in un sistema. L'obiettivo è quello di far risalire l'inflazione e di far ripartire l'economia.”<sup>10</sup>*

Quantitative Easing è l'espressione inglese per indicare uno degli strumenti inconsueti di politica monetaria in mano alle Banche Centrali. Il termine tradotto letteralmente in italiano significa “alleggerimento quantitativo” o “allentamento monetario”. La manovra del QE ha alla base l'intento da parte della Banca Centrale di immettere nel sistema finanziario nuova e abbondante liquidità, dato il verificarsi di due situazioni :

- Tassi d'interessi a breve termine, o policy rate , ovvero costo della moneta vicino allo zero
- Basso tasso d'inflazione e alto rischio di deflazione
- Rallentamento crescita economica

<sup>10</sup> Definizione dal [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com):

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/03/quantitative-easing-banca-inghilterra.shtml?uuid=1eed0b1a-0e31-11de-8d17-a3d409d4aa4c>

La manovra può essere così riassunta: Pompare liquidità nell'economia con l'obiettivo di abbassare i tassi di interesse di lungo termine per combattere la recessione.

La Banca Centrale procede nella creazione di **nuova moneta**, la quale verrà utilizzata per l'acquisto di titoli finanziari, perlopiù Titoli di Stato e Bond dalle banche commerciali, assicurazioni, fondi pensione, istituzioni finanziarie o dal settore privato.

L'acquisto di titoli di Stato da parte della Banca Centrale spingerà il prezzo di tali titoli in alto, tagliandone il rendimento. Banche, istituzione ma anche privati da cui la BCE acquista, ora hanno più soldi da spendere. Essi tenderanno a sostituire gli asset venduti, non più con l'acquisto di ulteriori Titoli di Stato il cui rendimento diviene decrescente, ma si sposteranno verso l'acquisto di titoli più rischiosi con rendimenti più elevati. Si sposteranno quindi verso il mercato dei capitali, con l'acquisto di azioni e obbligazioni, facendo correre così i mercati o incrementeranno la concessione di prestiti ai privati. Il prezzo delle azioni sui mercati aumenterà rendendo le persone che le detengono più ricche e quindi detentori di un ammontare maggiore di soldi da spendere. Alti prezzi azionari e di conseguenza bassi rendimenti taglieranno i costi dei prestiti. I consumatori accederanno al mercato creditizio più volentieri, dati i minori tassi d'interesse e aumenteranno di conseguenza gli investimenti e in definitiva la spesa per consumi totale. Inoltre, le banche aumentando le loro riserve potrebbero concedere più prestiti.

Infatti, la riduzione dei tassi d'interesse a lungo termine ai quali le banche concedono prestiti a famiglie e imprese permetterà di evitare l'istaurarsi di una contrazione del credito, o credit crunch, ovvero una situazione in cui, durante una crisi sul mercato azionario, le banche o per disposizione delle autorità monetarie o per volontà loro, diventano più restie nel concedere prestiti in quanto sono preoccupate della solvibilità di coloro a cui stanno prestando soldi ed in particolare delle imprese a cui di conseguenza vengono ridotte le possibilità di nuovi investimenti e di crescita futura. Una sorta di prevenzione contro il fallimento bancario. Ma in seguito alla riduzione del tasso d'interesse, come già detto, le imprese e gli individui saranno maggiormente disposti a chiedere denaro in prestito aumentando non solo gli investimenti, la spesa per consumi ma contribuendo anche alla creazione di nuove possibilità di lavoro, e quindi nel complesso una ripresa della crescita economica.

Tuttavia le banche, preoccupate della loro situazione finanziaria potrebbero decidere di non utilizzare la liquidità ottenuta allargando la concessione creditizia. La nuova moneta potrebbe



essere utilizzata per risolvere problemi di liquidità o per fare profitti sui titoli che hanno in portafoglio. E per questo che spesso le Banche Centrali decidono di acquistare asset da tutta l'economia e non solo dalle Banche.

Quest'ultimo non risulta l'unico aspetto negativo della manovra. Essa potrebbe anche non avere effetti sul tasso di disoccupazione, sulla produzione e sul tasso di inflazione. L'aspetto più preoccupante è che lo strumento del QE combattendo minacce deflazionistiche, potrebbe a sua volta provocare un aumento dell'inflazione maggiore al target del 2%. All'aumentare di moneta immessa nell'economia con la manovra, non si registra infatti un aumento corrispettivo della percentuale di riserva obbligatoria che le banche nazionali devono detenere presso la BCE, le quali quindi si trovano ad avere una dose massiccia di liquidità. La liquidità in eccesso si sa crea inflazione.

Inoltre, il rischio è che quando le Banche Centrali decideranno di alzare i tassi d'interesse per evitare un aumento eccessivo dell'inflazione, (perciò attueranno operazione di mercato aperto di tipo restrittivo), potrebbe accadere che i titoli che hanno tra le loro attività, acquistati durante la manovra del QE, non siano così facilmente liquidabili sul mercato. Infine, il mercato azionario stesso potrebbe reagire in modo non auspicabile a questo tipo di politica non convenzionale. Come vedremo in seguito, il rischio più grande è che si crei quell'eccesso di euforia sui mercati, causa di tutti i mali sopra analizzati.

## OGGI :LA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

Il Giappone fu il primo nel 2001, ma a seguito della crisi economico-finanziaria del 2007, le Banche Centrali iniziarono ad usare il quantitative easing regolarmente per stimolare le economie, aumentare i prestiti bancari e incoraggiare la spesa per consumi. Gli Stati Uniti adottarono il QE nel 2008 e di lì numerosi round di acquisti vennero intrapresi dalla Federal Reserve, tant'è che opinione comune è ritenere che quello americano fu il QE più efficace. Infatti, le politiche della Fed sembrano aver avuto successo nell'evitare che gli Stati Uniti scivolassero in una situazione simile alla Grande Depressione. Nel marzo del 2009 fu la volta della Banca d'Inghilterra ad essere protagonista di questo tipo di politica monetaria non convenzionale. Nel Gennaio 2015 sembrò essere giunta l'ora anche per l'Europa.

Nel Febbraio 2014, Goldman Sachs affermò che l'inflazione nel nostro continente continuerà a non raggiungere l'obiettivo della BCE e il suo livello così basso, unito a una crescita che continua a essere estremamente moderata, porterà l'Eurozona verso uno scenario deflazionistico. Dalla crisi economico-finanziaria del 2008, infatti, l'Europa sta attraversando un periodo di caduta costante dei prezzi e l'obiettivo della BCE di mantenere un'inflazione intorno al 2% sembra oramai essere lontano. In Appendice 2 vengono riportati i dati relativi alle variazioni annuali e mensili del tasso d'inflazione dell'area Euro dal Gennaio 2007 al Dicembre 2014. Tra Luglio e Agosto del 2008, l'Europa raggiunse il massimo tetto inflazionistico, con un tasso del 4.1% annuo, ben al di sopra della soglia del 2% auspicata dalla BCE. Gli andamenti dei prezzi dell'energia e degli alimentari sono stati le principali determinanti dell'aumento del tasso di inflazione sui dodici mesi misurato dallo IAPC (Indice armonizzato dei prezzi al consumo). Tuttavia di lì in seguito, lo scenario fu diverso. Probabilmente a causa anche dell'eredità lasciata dalla crisi, i prezzi in Europa iniziarono a scendere, passando, l'inflazione, ad un tasso del 1.2% nel Marzo 2009, per toccare quota zero nel Luglio dello stesso anno. Nonostante un innalzamento dei prezzi fu registrato nel 2012, dovuto ad un accenno di ripresa economica, i prezzi in Europa erano comunque a destinati a scendere. Tra Agosto e Settembre 2014, l'inflazione europea raggiunge quota **-0,2%**.

Nel Dicembre 2014, l'Eurostat conferma che l'Eurozona è entrata ufficialmente in deflazione:

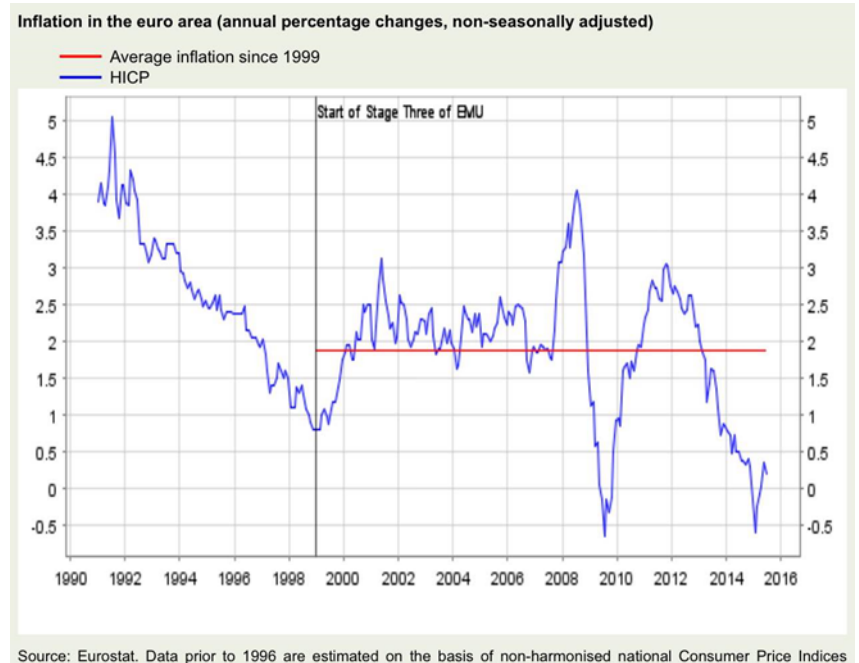
un mix fatale se unita a crescita economica negativa e alto debito pubblico. Infatti alla fine del 2014 in quasi tutti i paesi europei si registrò un tasso negativo d'inflazione che spinse al deprezzamento dell'Euro rispetto al dollaro.

Perché minacce deflazionistiche fanno tanto paura? Una diminuzione prolungata dei prezzi innesca

un circolo vizioso. Le imprese guadagnano meno, hanno meno liquidità, riducono la produzione e assumono meno. In generale, la spesa per consumi diminuisce, il prodotto nazionale non aumenta, anzi tende a diminuire o a ristagnare. I più sostengono che i costi di un'inflazione moderatamente positiva (2% - 3%) siano bassi e che i benefici siano rilevanti. Si pensi ad esempio all'impatto sulla disoccupazione: ridurre l'inflazione a livello zero per esempio porterebbe un aumento sostanziale della disoccupazione per un certo periodo di tempo.

La politica monetaria della BCE sembra ancora una volta essere lo strumento giusto per risolvere il problema della deflazione.

Dopo le decisioni della BCE nel 2008 di alzare i tassi d'interesse aumentandoli di 25 punti base, fu intrapresa una strada diversa: una politica monetaria particolarmente espansiva, che ha visto portare il costo del denaro a quota 0.25% nel Novembre 2013 fino allo 0,05 % nel Settembre 2014, raggiungendo così valori troppo vicini allo zero affinché altre politiche monetarie convenzionali potessero avere efficacia [Appendice 4]. Nonostante la sua azione sui tassi d'interesse, la BCE non riscontrò un aumento sostanziale dei prestiti concessi dalle banche, il che ha reso poco efficaci le manovre della BCE sui tassi di interesse, come lo stesso governatore Draghi ammise : *“In risposta all'aggravarsi delle condizioni economiche, la BCE ha abbassato i tassi di interesse di riferimento. In circostanze normali, tali riduzioni sarebbero state trasmesse in maniera relativamente uniforme a famiglie e imprese di tutta l'area Euro. Ma non è quanto abbiamo riscontrato. In alcuni paesi, le riduzioni dei tassi sono*



*state trasmesse integralmente. In altri, i tassi sui prestiti bancari all'economia reale sono diminuiti solo di poco o addirittura per nulla e in altri ancora, sono di fatto aumentati, almeno in qualche caso".* ( Mario Draghi, 15 Novembre 2012)

Il 22 Gennaio Mario Draghi, presidente della Banca Centrale Europea, annuncia all'Europa il "suo" Quantitative Easing, non avendo più a disposizione lo strumento dei tassi d'interesse scesi oramai a zero. Il programma della BCE prevede l'acquisto di Titoli di Stato con l'intento di contrastare il rischio di deflazione nell'Eurozona, far scendere il costo del debito degli Stati e i tassi di interesse a lungo, rilanciando così il mercato del credito. Il piano annunciato consisterà nell'acquisto di Titoli per 60 miliardi di euro al mese per un anno, di cui probabilmente circa 45 miliardi di debito sovrano, a partire da Marzo 2015 fino a Settembre 2016, per un totale di 1100 miliardi di nuova liquidità immessa in Europa. I 1100 miliardi, saranno composti per la più parte da titoli di Stato e per il resto da titoli cartolarizzati (Abs) e obbligazioni bancarie garantite (covered bond), oltre che da obbligazioni di 7 istituzioni europee e 7 agenzie nazionali. Draghi ha inoltre precisato che la Bce acquisterà anche Titoli che presentino un rendimento negativo (è il caso del debito della Germania sotto i 5 anni). Il modus operandi non prevede un calendario d'aste come aveva utilizzato la Fed , ma il 92% degli acquisti verrà realizzato dalle Banche Centrali Nazionali in modo opportunistico e solo l'8% direttamente dalla Bce. Come funziona il QE, la manovra e quali sono i suoi effetti è stato già discusso. Gli intenti di Draghi coincidono con quanto visto ci si aspetti da questo tipo di manovra non convenzionale. L'acquisto dei Titoli non stravolgerà i portafogli dei piccoli risparmiatori ma avrà una prima ricaduta importante: la volontà della autorità monetaria di spostare il risparmio sugli asset più rischiosi.

**Effetti desiderati dalla manovra** → Diminuzione tassi d'interesse a lungo termine, deprezzamento dell'Euro e aumento dell'inflazione.

**Benefici** → Per i Governi: la diminuzione dei rendimenti sui Titoli di Stato( per i BTP Italiani a Luglio 2015 si parla di una variazione dello -0.51%,) avrà il vantaggio di veder diminuire gli interessi da pagare sul proprio debito. [Appendice 5] Per l'Economia: lo spostamento delle banche verso l'investimento in asset più rischiosi rispetto ai Titoli di Stato e l'abbassamento dei tassi d'interesse contribuiranno all'aumento dei prestiti concessi, e quindi all'aumento degli investimenti, della produzione e delle assunzioni. Per le Famiglie: detentrici di più liquidità, esse spenderanno di più aumentando la spesa totale e in definitiva anche l'inflazione.

## **Le conseguenze del Bazooka : Il rischio di una Bolla sui mercati Europei.**

Quali siano le conseguenze sui mercati europei e in generale sull'intera economia, è ancora un po' presto per dirlo o come alcuni economisti affermano mai lo sapremo. Il Qe europeo iniziato ufficialmente il 9 Marzo scorso, sta producendo i suoi frutti, se così si può dire. In Appendice 5 vengono riportate le variazioni dei rendimenti dei Titoli di Stato Europei a seguito della manovra. Gli effetti sui Titoli di Stato sono quelli previsti ed auspicati.

L'aumento della domanda di Titoli riduce il rendimento e di conseguenza il costo dei debiti sovrani. Il rendimento dei Btp a 10 anni italiani sono scesi dello -0.51%, con un rendimento attuale dello 2.31, ma quasi tutti i Titoli di Stato Europeo hanno subito variazioni a ribasso. Questo vuol dire che il Qe sta funzionando? Mentre la Bce ha stimato che il tasso d'inflazione raggiungerà quota 1,8% nel corso del 2017, molto prossima al 2% desiderato, nei mercati europei si instaurano timori riguardo le conseguenze negative che la manovra può portare, tra cui la paura dello scoppio di una bolla sui mercati.

*“L'enorme liquidità affluita sui mercati borsistici ha contribuito a innalzare in maniera repentina il valore dei corsi azionari. In particolare la crescita del rapporto prezzo/utili potrebbe rappresentare un segnale di rischio circa la possibilità che si formino bolle speculative”* (Giuseppe Vegas, Presidente Consob, Discorso annuale al mercato dalla cornice dell'Expo di Milano, Maggio 2015)

L'allarme lanciato dal Presidente della Consob, Giuseppe Vegas, si fonda sul fatto che oggi i prerequisiti per una bolla sui mercati europei sembrano esserci tutti. Il bazooka di liquidità immessa in Europa dal Qe, ha contribuito ad un innalzamento improvviso dei corsi Europei. Più liquidità, bassi rendimenti sui Titoli di Stato e l'aumento della propensione al rischio sono stati un cocktail fatale. I mercati stanno correndo, forse un po' troppo. Attualmente il rapporto prezzo/utili delle borse europee, uno degli indicatori più usati sui mercati per capire se il titolo è sopravvalutato, si attesta a 18.4 contro una media a 10 anni di 13.5 (quindi le azioni europee sono più care del 36% rispetto alla loro media storica.)

Il grafico a lato mostra le dinamiche del mercato europeo dopo l'introduzione del Qe. Il rialzo dei mercati si è registrato principalmente nei mesi di Maggio e Giugno, mesi in cui Benolt Couriè, membro del board della Bce, annunciò un potenziamento del Qe , ovvero un aumento degli acquisti dei Titoli di Stato per prevenire una possibile contrazione della liquidità nei mesi estivi. A tale annuncio il Ftse Mib di Milano registrò subito un aumento del + 2,22% , come anche il Dax di Francoforte +2,23%. Era dal 1995 che non si vedeva una rincorsa simil. In Appendice 6 vengono riportati nel dettaglio i valori assunti dal Ftse Mib,



Dal : Il sole 24 ore del 12 Maggio 2015 , Fonte: EuroStat

il più significativo indice azionario della Borsa italiana che racchiude le azioni delle 40 società italiane e non maggiormente capitalizzate sui mercati, degli ultimi mesi. Se il 5 Gennaio 2015 la Borsa Italiana chiudeva a quota 18.188,40, pochi mesi dopo, il 16 Giugno toccava quota 22.383,50 . Più precisamente dall'inizio dell'anno il mercato azionario è, infatti, cresciuto del 22,6% in Italia, contro il +19,4% della Germania e il +19,1% della Francia.

La crescita economia basta per giustificare un tale rialzo? Sono rialzi ragionevoli oppure i multipli dei titoli indicano una sorta di “esuberanza irrazionale? O meglio i rialzi sono il riflesso di un variazione dei loro fondamentali, ad esempio dovuta ad un aumento straordinario dei profitti delle imprese e quindi dei dividendi ? La risposta è no. È da qui che nasce il rischio bolla. Il 12 maggio 2012 il giornalista del “Il Sole 24 Ore” ,Vitaliano D'angerio, afferma che gli Italiani hanno aumentato negli ultimi mesi la partecipazione al mercato finanziario del 48 % . Si potrebbe dire perché spinti da Euforia? Una partecipazione maggiore ai mercati che li ha visti spingersi così in alto, deve essere attribuita alla maggior liquidità immessa nell'economia con il Qe. Tuttavia più che accelerare la spesa per consumi la liquidità in eccesso ha aumentato la propensione degli individui al risparmio, o meglio una maggior partecipazione al mercato dei capitali. Inoltre la caccia verso rendimenti più alti, dato il decrescere di quelli dei Titoli di Stato, ha innalzato la propensione al rischio anche dei

piccoli investitori disposti ora ad impiegare i loro risparmi anche in titoli con beta maggiori. La cosa certa è che non avremmo assistito a tali rialzi senza l'aiuto del bazooka della Bce.

Secondo una tesi avanzata da Benoît Coeurè, la caduta dei tassi a zero ha creato una bolla speculativa sui Bund, titolo guida del debito europeo, la quale ha innescato un'euforia sui mercati, con il risultato di lasciarli in mano alla speculazione e alla volatilità. I tassi Bund, sono saliti dopo qualche settimana dall'inizio della manovra 1.328%. Ma in realtà ad accelerare il mercato è stato altro: il timore di un taglio alla liquidità drastico alla fine della manovra, quando vi sarà cenni di ripresa economica e l'inflazione inizierà a salire. Il rischio più grande che corre la Bce è che la liquidità immessa nell'economia venga appunto utilizzata per fini speculativi. Se così fosse, il rialzo dei tassi del Bund sarebbe solo un assaggio a ciò che accadrebbe sui titoli di Stato europei qualora una bolla scoppiasse.

*Siamo convinti che in Europa, siamo all'inizio di una forte ripresa economica e attendiamo una vera e propria bolla speculativa fra il 2018 ed il 2021, e questa bolla dovrebbe essere "incendiata" da nuove scoperte a livello planetario nel settore della medicina, della robotica e biotecnologia. Nei prossimi anni, vedremo i mercati azionari volare a livelli che oggi nessuno riesce nemmeno ad auspicare. (Gerardo Marciano, 31 Gennaio 2015).*

D'altronde lo stesso Robert Shiller intervenendo al Foreign Correspondents' Club of Japan a Tokyo il Marzo scorso affermava che la prossima crisi finanziaria è una questione di tempo. Non si tratta quindi di "se" ma di "quando".

“ But speculative bubbles are not so easily ended; indeed, they may deflate somewhat, as the story changes, and then reflate. Speculative bubbles do not end like a short story, novel, or play. There is no final denouement that brings all the strands of a narrative into an impressive final conclusion. In the real world, we never know when the story is over.” (Robert Shiller)

Tuttavia, il Presidente della Bce risulta consapevole di eventuali rischi che la manovra può comportare ma rassicura che oggi nei mercati finanziari Europei sarebbe azzardato parlare di rischio bolla. Ma come già detto, questi fenomeni sono perlopiù imprevedibili ed incontrollabili.

*«Siamo in ogni caso consapevoli del fatto che ci possono essere effetti collaterali non previsti sul sistema finanziario. Per esempio, le quotazioni possono salire a prezzi che non sono giustificati dai fondamentali, mentre periodi di bassi rendimenti e bassa volatilità possono invitare a eccessive assunzioni di rischi da parte degli investitori finanziari. A loro volta,*

*questi sviluppi possano agire come un meccanismo amplificatore per ogni eventuale instabilità finanziaria* (Mario Draghi, 18 Marzo 2015)

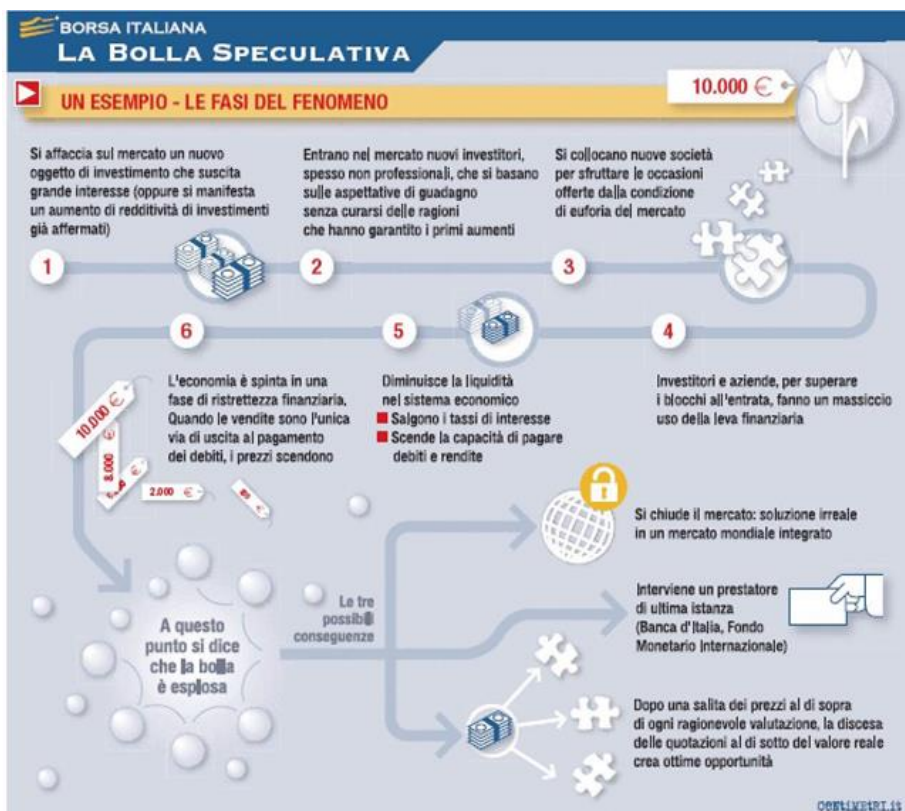
La Bce annuncia infine che qualora si dovrà affrontare in futuro una crisi finanziaria, essa non l'affronterà con la politica monetaria, ovvero non ci sarà una riduzione degli acquisti o un aumento dei tassi d'interesse. Lo strumento scelto sarà quello della vigilanza macroprudenziale, già introdotta in alcuni paesi d'Europa.



## APPENDICE

### Appendice 1

Le fasi di una crisi finanziaria. Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)



### Appendice 2

I dati che seguono sono relativi all'inflazione registrata nell'area Euro dal Gennaio 2012 al Dicembre 2014. Fonte : [www.rivaluta.it/inflazione](http://www.rivaluta.it/inflazione)

Periodi	Inflazione Annua	Inflazione Mensile	Indice Dal	Indice Al
Gennaio-2012 Gennaio-2013	2.2%	-0.7%	116.18	118.77
Febbraio-2012 Febbraio-2013	2.1%	0.4%	116.78	119.25
Marzo-2012 Marzo-2013	2.0%	0.9%	117.98	120.34
Aprile-2012 Aprile-2013	1.4%	-0.1%	118.54	120.17
Maggio-2012 Maggio-2013	1.6%	0.1%	118.43	120.29
Giugno-2012 Giugno-2013	1.7%	0.0%	118.3	120.35
Luglio-2012 Luglio-2013	1.7%	-0.4%	117.84	119.88
Agosto-2012 Agosto-2013	1.5%	0.1%	118.27	120.03
Settembre-2012 Settembre-2013	1.3%	0.4%	119	120.51
Ottobre-2012 Ottobre-2013	0.9%	-0.1%	119.33	120.43
Novembre-2012 Novembre-2013	1.0%	-0.1%	119.18	120.34

Dicembre-2012 Dicembre-2013	1.0%	0.3%	119.57	120.75
Gennaio-2013 Gennaio-2014	0.8%	-0.9%	118.77	119.68
Febbraio-2013 Febbraio-2014	0.7%	0.3%	119.25	120.06
Marzo-2013 Marzo-2014	0.5%	0.7%	120.34	120.92
Aprile-2013 Aprile-2014	0.8%	0.2%	120.17	121.14
Maggio-2013 Maggio-2014	0.6%	-0.1%	120.29	121.03
Giugno-2013 Giugno-2014	0.7%	0.1%	120.35	121.15
Luglio-2013 Luglio-2014	0.5%	-0.5%	119.88	120.53
Agosto-2013 Agosto-2014	0.5%	0.1%	120.03	120.65
Settembre-2013 Settembre-2014	0.4%	0.3%	120.51	121.03
Ottobre-2013 Ottobre-2014	0.5%	-0.0%	120.43	121.01
Novembre-2013 Novembre-2014	0.3%	-0.2%	120.34	120.76
Dicembre-2013 Dicembre-2014	-0.1%	-0.1%	120.75	120.64
Inflazione Media annua	1.8%	-----	116.7	118.7

### Appendice 3

Inflazione nell'area Euro nel periodo Gennaio 2015- Maggio 2015 → gli effetti del QE sull'inflazione. Fonte: [www.rivaluta.it/inflazione](http://www.rivaluta.it/inflazione)

Periodi	Inflazione Annua	Inflazione Mensile	Inflazione Media Valore Parziale	Indice Dal	Indice Al
Gennaio2014-Gennaio-2015	-0.6%	-0.4%	-0.6%	107.4	106.8
Febbraio2014Febbraio-2015	-0.1%	0.4%	-0.3%	107.3	107.2
Marzo-2014 Marzo-2015	-0.1%	0.1%	-0.2%	107.4	107.3
Aprile-2014 Aprile-2015	-0.1%	0.2%	-0.2%	107.6	107.5
Maggio-2014 Maggio-2015	0.1%	0.1%	-0.1%	107.5	107.6
Inflazione Media annua	-0.1%	-----	-----	107.4	107.3

### Appendice 4

Variazione Tasso Ufficiale di Riferimento, BCE da 03/2007 al 09/2014 Fonte:

<http://www.financelab.it/documenti/serie-storiche/tasso-ufficiale-di-riferimento-tur/>

Data	Tasso Ufficiale di Riferimento	Data	Tasso Ufficiale di Riferimento
14/03/2007	3,75%	13/05/2009	1,00%
13/06/2007	4,00%	13/04/2011	1,25%
09/07/2008	4,25%	13/07/2001	1,50%
08/10/2008	4,25%	09/11/2011	1,25%
09/10/2008	4,25%	14/12/2011	1,00%
15/10/2008	3,75%	11/07/2012	0,75%
12/11/2008	3,25%	08/05/2013	0,50%
10/12/2008	2,50%	13/11/2013	0,25%
21/01/2009	2,00%	11/06/2014	0,15%
11/03/2009	1,50%	10/09/2014	<b>0,05%</b>

## Appendice 5

Rendimento Titoli di Stato Europei a seguito del Qe della BCE. Data: 03/07/2015 Fonte:

<http://finanza-mercati.ilsole24ore.com3/00reddito-fisso-e-tassi/spread-europa-oggi/>

Paese EU	Descrizione	Rendimento	Precedente	Var%
Austria	AGB 10A	1.12	1.13	-2.35%
Belgio	OLO 10A	1.31	1.33	-1.97%
Danimarca	Gov.Bond 10A	1.07	1.09	-4.10%
Finlandia	FGB 10A	0.99	1.01	-2.72%
Francia	Oat 10A	1.21	1.22	-1.98%
Germania	Bund 10A	0.83	0.85	-3.95%
Irlanda	IGB 10A	1.68	1.78	-1.33%
Italia	BTP 10A	2.31	2.33	-0.51%
Paesi Bassi	Gov.Bond 10A	1.14	1.15	-2.26%
Portogallo	OT 10°	2.99	3.24	0.00%
Rep.Ceca	Gov.Bond 10A	1.26	1.26	-0.48%
Slovenia	Gov.Bond 10A	2.34	2.35	-0.07%
Spagna	Bonos 10A	2.26	2.33	-1.11%

## Appendice 6

Valori settimanali FITSE MIB dal Gennaio 2015 a Giugno 2015

Fonte: <https://it.finance.yahoo.com/>

Data	Apertura	Massimo	Minimo	Chiusura
16-giu-15	22.383,50	22.383,50	22.383,50	22.383,50
04-mag-15	23.217,20	23.608,80	23.217,20	23.336,50
27-apr-15	23.806,30	23.806,30	22.995,60	23.045,50
20-apr-15	23.333,00	23.427,30	23.199,40	23.427,30
13-apr-15	24.008,90	24.030,50	23.044,10	23.044,10
07-apr-15	23.706,30	23.877,20	23.578,70	23.877,20
30-mar-15	23.260,60	23.359,00	23.157,10	23.308,50
23-mar-15	23.057,10	23.333,20	22.900,30	22.984,20
16-mar-15	22.930,90	23.176,70	22.565,20	23.176,70
09-mar-15	22.564,30	22.833,00	22.345,80	22.713,60
02-mar-15	22.297,60	22.436,10	21.987,20	22.436,10
23-feb-15	21.964,30	22.337,80	21.937,20	22.337,80
16-feb-15	21.165,80	21.842,60	21.165,80	21.842,60
09-feb-15	20.366,60	21.204,10	20.366,60	21.204,10
02-feb-15	20.485,70	21.011,60	20.485,70	20.760,70
26-gen-15	20.756,70	20.756,70	20.478,40	20.503,40
19-gen-15	19.480,50	20.519,80	19.480,50	20.519,80
12-gen-15	18.349,20	19.254,50	18.349,20	19.254,50
05-gen-15	18.188,40	18.791,80	18.123,40	18.177,10

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

### PARTE I

- Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., 2010, Macroeconomia: una prospettiva europea, Pearson Education
- De Gasperi G. , La Dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger, 1999, Alea, Centro di ricerca sui rischi finanziari.
- Dini A. , 2006 ,New economy e dot-com, Il Sole 24 Ore.[online] Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Tecnologia/B/Bolla-new-economy-e-dot-com.shtml>
- Fama E., The Behaviour of Stock Market Price, 1965, The University of Chicago Press, 2010
- Fama E., Intervista rilasciata nel 2010 a John Cassidy del New Yorker.
- Franzosini G. , Franzosini S. , Finanza comportamentale. Psicologia delle scelte, 2010, Libreriauniversitaria
- Frederic S.Misnkin, Stanley G., Eakins, Giancarlo Forestieri, 2007, Istituzioni e mercati finanziari, Pearson
- Lo Conte M. , 2010, Il Sole 24 Ore, La bolla della new economy, una beffa lunga dieci anni. [online] Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2010/02/bolla-beffa-dieci-anni.shtml>
- Poles B. , Piccola fenomenologia delle bolle, 2008, Panorama.
- Shiller R.J. , Euforia irrazionale: Alti e bassi di Borsa, 2009, Bologna, Il Mulino.
- Shiller R.J. , Speculative bubbles don't just pop – they may deflate and reflate, 2013, [online] Disponibile su : <http://www.theguardian.com/business/economics-blog/2013/jul/19/speculative-bubbles-property-stocks-bonds>

## **PARTE II**

- Carrer S. , 9 Marzo 2015, Robert Shiller: «Nuova esuberanza irrazionale sui mercati», Il sole 24 Ore. Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-09/robert-shiller-nuova-esuberanza-irrazionale-mercati-093440.shtml?uuid=ABpQSC6C>
- Cellino M. , Lops V. , Borse, rally da mini-tassi: sulle azioni la spinta del Qe: I rendimenti a quota zero sui titoli di Stato rilanciano l'attrattività del mercato azionario, Il Sole 24 Ore
- Cellino M. ,31 Marzo 2015, Borse al record BTp ai nuovi minimi in asta, Il sole 24 Ore. Disponibile su: <http://www.confapimatera.it/wpcontent/uploads/downloads/2015/03/sole-borse.pdf>
- Daniel L. Thornton ,The Downside of Quantitative Easing, , Vice President and Economic Adviser, 2010, Federal Reserve Bank of St. Louis
- Draghi M. , Università Bocconi, Discorso d' inaugurazione dell'anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012
- Gennai A. ,24 Gennaio 2015, I portafogli per il dopo Qe: Lo spread BTp Bund può scendere a 80, Il sole 24 Ore Plus.
- Merli A. ,1 Marzo 2015, Qe conto alla rovescia: pronti 1100 miliardi, Il Sole 24 Ore
- Merli A. , 6 Marzo 2015, Bce, Lunedì il Qe – Day, Il Sole 24 Ore. Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-06/bce-lunedì-e-qe-day-082951.shtml?uuid=AB8bz44C>
- Merli A. , 8 Marzo 2015, Parte il Qe flessibile di Draghi, Il Sole 24 Ore. Disponibile su : <http://www.infodata.ilsole24ore.com/2015/03/09/parte-il-qe-flessibile-di-draghi-ecco-come-funziona-e-i-risultati-previsti/>
- Olivieri A. , 12 Maggio 2015, Sui mercati arri va il rischio bolla, Il sole 24 ore
- Platerotti A. , 12 Maggio 2015, Vegas: rischio bolla dal Qe, Il Sole 24 Ore.
- Plender J. , 17 Marzo 2015, Draghi QE is stoking bond bubble risk ,Financial Times, Disponibile su : <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/847de7c0-cc02-11e4-aeb5-00144feab7de.html#axzz3fBn2fE3V>
- Ricciardi R, 11Maggio 2015,Alert Consob: "Rischio bolle speculative con l'eccesso di liquidità, La Repubblica. Disponibile su: [http://www.repubblica.it/economia/2015/05/11/news/consob\\_vegas\\_expo\\_discorso\\_mercato-114091875/](http://www.repubblica.it/economia/2015/05/11/news/consob_vegas_expo_discorso_mercato-114091875/)

- Sorrentino R. , 23 marzo 2015, Rischio bolle: la Bce valuta i costi del Qe, Il Sole 24 Ore. Disponibile su : <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-23/rischio-bolle-bce-valuta-costi-qe-155346.shtml?uud=ABUVxkDD>
- Rapporto annuale 2008, Banca Centrale Europea, 2009, Frankfurt am Main, Germany.
- Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, Banca Centrale Europea, 2008, Frankfurt am Main, Germany.
- La Stabilità dei Prezzi: perché è importante per te, Banca Centrale Europea 2009, Frankfurt am Main, Germany [Capitolo 3]
- Quantitative Easing explained, Putting more money into our economy to boost spending, Bank of England, Threadneedle Street, London
- What is Quantitative Easing?, 22 Gennaio 2015, BBC news, Disponibile su: <http://www.bbc.com/news/business-15198789>

#### **SITI INTERNET:**

- <http://www.bloomberg.com/>
- <http://www.borsaitaliana.it/>
- <http://www.ilsole24ore.com/>
- <http://www.investopedia.com/terms/s/speculativebubble.asp>
- <http://www.milanofinanza.it/>
- <http://www.rivaluta.it/inflazione>

## **Conclusioni**

Gli individui commettono sempre una serie di errori e ricorrono spesso a semplificazioni mentali durante il processo di raccolta ed elaborazione delle informazioni. Essi si accontentano di scelte soddisfacenti e sub ottimali dati i loro vincoli. Pilastro della finanza comportamentale è l'ammissione della presenza sui mercati di fattori esogeni, non matematicamente spiegabili che influenzano il comportamento degli investitori e quindi di conseguenza i corsi azionari. Il risultato è la scomparsa della razionalità tanto auspicata. Gli individui sempre più si lasciano trascinare dall'euforia del guadagno semplice ed unico lasciando ampio spazio al verificarsi dei fenomeni delle bolle speculative. I fondamentali contemplati dalla teoria del mercato efficiente vengono meno. Sono questi i motivi principali che rendono il mondo finanziario così complesso. Ogni crisi finanziaria della storia non è nient'altro che il concludersi di un processo più lungo alle spalle, caratterizzato dalla perdita della razionalità e dall'osservanza di mode passeggere. La politica monetaria delle Banche Centrali è vista come uno degli strumenti "salvagente", se così si possa definire per i mercati in crisi. Politiche convenzionali e non, hanno l'obiettivo, come Minsky ben dichiara, di evitare catastrofi finanziarie. L'attuale Qe europeo sembra esser visto proprio come un salvagente per l'Europa. Le aspettative e i benefici auspicati sono lodevoli. I risultati ancora incerti, l'efficacia dimostrabile.

## **Ringraziamenti**

Tra i primi sconcerti e ostacoli incontrati all'inizio di questo lavoro, una era la cosa certa, già chiara e precisa nella mia mente. Sicura ero sul fatto che c'è sempre qualcuno o più in generale qualcosa a cui si debba dei ringraziamenti quando si conclude un percorso, un'avventura. Vi sono infatti persone, luoghi, circostanze e eventi senza dei quali, sì una strada sarebbe stata percorsa egualmente, ma sicuramente una diversa. La stesura di questo elaborato rappresenta l'occasione giusta per dire Grazie.

Va a questa città, Padova, il mio primo ringraziamento. È lei che, profuga da una realtà troppo stretta mi ha accolto e adottato come fa una città natale. È a lei, ai suoi parchi verdi e ai "brutti" luoghi dell'Arcella che devo un sacco di cose.

Va a quella che è stata realmente la mia casa in questi tre anni l'altro ringraziamento, alla Cornaro, a questa dimora un po' di tutti e un po' di nessuno, abitata da gente che passa veloce e da chi invece rimane a lungo. Alla Cucina 1, famiglia adottiva, grazie per i tuoi cattivi odori e per le persone speciali cui ospiti ogni sera.

Va al gruppo "Le Allegre Comari", l'altro ringraziamento. Compagne di corso, di vita, avventure e di disavventure. Compagne di tutto insomma. Va a loro un ringraziamento immenso perché hanno avuto la pazienza e sempre il buon umore in tasca, a loro senza le quali questo percorso sarebbe stato diverso e sicuramente meno bello.

Va ad Annalisa, la mia eterna "conquicessa" l'altro ringraziamento. A questa amicizia, nata tra due porte aperte ed un bagno di mezzo, a questo legame unico, sincero, profondo e soprattutto raro. A lei mia vera compagna di viaggio, a lei asciugatrice di lacrime, e portatrice di tanti sorrisi, complice di tanti sguardi e socia in tanti "affari". A lei che più volte mi ha fatto sentire una persona speciale, nella stessa misura in cui lei lo è per me, così speciale. A lei, ad Annalisa va un grazie particolare.

A mia mamma, alla persona più importante della mia vita, a lei che è la mia Famiglia. A lei che stimo ed ammiro ogni giorno, al suo carattere forte alla sua energia, al suo sorriso sempre pronto e mai negato. Grazie mamma per essere così, punto di riferimento in ogni luogo e mio pensiero in ogni istante. Grazie per avermi sempre supportato, lasciandomi la libertà di scegliere per poi accompagnarmi per mano ovunque. Non stancarti di farlo mai.

Ed infine, a te Papà, a cui questa tesi ho dedicato, ma a cui la mia vita ogni giorno dono. A te che so che ci sei, anche se non ti vedo, che mi parli anche se non ti sento, e mi guardi, sì perché lo so che mi guardi, questo riesco a percepirlo. È a te che devo la persona che sono, i traguardi che raggiungo e i respiri che faccio. A te, ai tuoi occhi azzurri ed al tuo essere esageratamente buono, al tuo commuoverti per ogni cosa, a te che sei sempre una parte di me. Grazie Papà, perché so che mai mi lascerai.



*Gli economisti hanno fatto sicuramente progressi.  
nella comprensione dei mercati azionari ,  
ma continua a prevalere la complessità della vita reale.  
(Robert Shiller).*