



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea
LA BOLLA DEI MARI DEL SUD
THE SOUTH SEA BUBBLE

Relatore:
Prof. GIANFRANCO TUSSET

Laureando:
GIUSEPPE SANTAGUIDA

Anno Accademico 2015-2016

INDICE

Introduzione	1
---------------------------	----------

Capitolo I

Contesto storico

1.1 Alle porte della prima rivoluzione industriale	2
1.2 La Gloriosa Rivoluzione e la Guerra di successione spagnola	3
1.3 La South Sea Company e la bolla	5

Capitolo 2

I soggetti coinvolti nella bolla

2.1. L'importanza dei registri della Banca of England	12
2.2. Un primo sguardo sui partecipanti	13
2.3 Conclusioni	16

Capitolo 3

Hoare's

3.1 La performance di Hoare's	18
3.2. Influenza di Hoare's sul mercato	20
3.3 Gli altri investimenti	21
3.4 Cause del successo	22
3.5. Riconoscimento della sopravvalutazione	24
3.6. Conclusioni	25

Bibliografia.....	27
--------------------------	-----------

Introduzione

Le bolle speculative, susseguitesi nel corso della storia, costituiscono un tema tanto affascinante quanto dibattuto. Intorno ad esse è nata una letteratura vastissima che si è interrogata sulle cause, le modalità con cui tali speculazioni si manifestano e la ricaduta sul sistema economico. In molti pensano che l'andamento altalenante dei prezzi delle attività sia di gran lunga determinato da comportamenti in massa degli investitori. Alcuni hanno enfatizzato l'esuberanza irrazionale prodotta da media, banche e analisti del settore, e soprattutto dall'insicurezza; altri invece si sono concentrati sulle caratteristiche fondamentali del mercato.

L'elaborato si propone di esaminare uno dei più tragici episodi nella storia della speculazione, la bolla dei mari del sud, scoppiata nel 1720, usando un esempio storico per chiedersi quale spiegazione possa essere la più adatta per far luce su altri importanti episodi di sopravvalutazione nel mercato.

Il primo capitolo, di carattere puramente storico, effettua un'analisi degli eventi principali a cavallo del XVII e XVIII secolo, prendendo in esame il contesto economico e politico dell'Inghilterra dell'epoca e illustrando le vicissitudini che hanno portato al verificarsi della bolla, nonché la storia della bolla stessa.

Il secondo, attraverso i dati forniti dai registri della Banca d'Inghilterra, tenta di disegnare un quadro generale dei soggetti che presero parte a questo primo mercato finanziario: la loro provenienza geografica, il sesso e la classe sociale, nonché le categorie che guadagnarono o persero di più durante la bolla.

Il terzo capitolo, infine, prende spunto da un articolo dal titolo "Rising the South Sea Bubble" (2003), di Peter Temin e Hans-Joachim Voth, che analizza il comportamento di Hoare's, una banca londinese che aveva investito nella bolla e, al contrario di molti altri investitori, ne trasse profitto. L'obiettivo è quello di illustrare le strategie proficue d'investimento e associarle a quanto si dice sulla teoria delle bolle speculative. Il comportamento di un solo e ben informato investitore, infatti, potrebbe aiutarci a spiegare la natura delle bolle e il comportamento degli operatori nei periodi di difficoltà.

1. Contesto storico

1.1 Alle porte della prima rivoluzione industriale

La vitalità della società inglese del '700 si manifestò principalmente nell'accumularsi di fattori propizi a uno sviluppo economico impetuoso e innovativo da assumere, negli ultimi due decenni del secolo, i caratteri di quella che sarebbe stata poi conosciuta come la Rivoluzione industriale.

L'Inghilterra del primo quindicennio del secolo contava poco meno di sei milioni di abitanti e aveva un'agricoltura ancora tradizionale, tuttavia, rispetto ad altri Paesi europei, godeva di alcuni vantaggi commerciali e finanziari. Innanzitutto era la più vasta area di libero commercio in Europa, con un mercato interno particolarmente disponibile ai consumi, grazie alla crescita demografica e all'eliminazione delle dogane interne. In secondo luogo, decenni di politica mercantilista, appoggiata da una potenza marittima in espansione, avevano fatto affluire nell'isola una parte notevole delle risorse commerciali e monetarie del mondo.

Negli anni precedenti la Prima rivoluzione industriale, l'Inghilterra assistette, infatti, ad un discreto aumento demografico, all'introduzione di nuovi sistemi di coltivazione e diversi tipi di colture, mentre nel settore manifatturiero si ponevano le basi per il processo d'innovazione e meccanizzazione e non è da trascurare l'importante progresso scientifico e tecnologico. Dal punto di vista commerciale, la Corona britannica si era già affermata con una marina mercantile dotata di navi all'avanguardia e numerose società di Compagnie Commerciali, la più importante tra le quali era la British East India Company. Ma nonostante il predominio su gran parte del commercio marittimo, l'Inghilterra non era stata mai in grado di aprire le proprie rotte commerciali verso i Mari del Sud, a causa della pesante presenza della Spagna in America Latina, fino alla Pace di Utrecht.

Uno dei fattori che permisero lo sviluppo della Rivoluzione industriale fu la crescita del settore commerciale e finanziario e la conseguente disponibilità di capitali. I mercati azionari vedevano il proliferarsi di piccoli risparmiatori privati che si unirono alla stretta cerchia di investitori istituzionali, fino ad allora unici protagonisti. La crescente ricchezza circolante contribuì ad un notevole sviluppo del sistema bancario. I capitali messi sul mercato erano costantemente alla ricerca di collocamenti remunerativi e sembra che questa propensione agli investimenti si sia riversata inizialmente sulle infrastrutture indispensabili ai trasporti, favorendo ulteriormente l'integrazione economica del territorio. Londra divenne in breve tempo il centro nevralgico della finanza europea. Dopo la guerra di successione spagnola, quando il debito pubblico della Corona Britannica quadruplicò, il governo affidò alla Banca d'Inghilterra

l'assicurazione delle finanze del Paese, si trattava di un vero e proprio prototipo di Banca Centrale. Il sistema sembrò poggiare su solide basi, tanto che nel 1696 una riforma monetaria consentì di agganciare il valore della sterlina a quello dell'argento aumentandone la credibilità e rendendola la valuta di riferimento in Europa.

1.2 La Gloriosa Rivoluzione e la Guerra di successione spagnola

All'inizio del XVIII secolo, l'Inghilterra conobbe una fase di transizione. Due eventi in particolare cambiarono strutturalmente la società sia dal punto di vista politico che economico. Il primo è passato alla storia come "*Glorious Revolution*"; il secondo è rappresentato dalla Guerra di Successione Spagnola.

The Glorious revolution (1688-89)

L'esperienza repubblicana terminò con il ritorno sul trono degli Stuart, accompagnato dal tentativo di concentrare il potere sulla figura del monarca, entrando in contrasto con il Parlamento. Al fine di placare i contrasti religiosi e politici nel Paese, Carlo II emise un "*Editto di indennità e perdono*", sostanzialmente un'amnistia che cancellava i delitti contro la monarchia, limitandosi a punire soltanto i responsabili diretti dell'esecuzione di suo padre Carlo I. Non furono restituiti ai realisti le terre confiscate durante la rivoluzione e la restaurata Chiesa anglicana vide ridotto il numero dei propri rappresentanti alla Camera dei Lord. I dissidenti tuttavia continuavano a mantenere un largo seguito negli ambienti cittadini e mercantili, soprattutto a Londra. Per oltre un decennio i poteri del re e del Parlamento rimasero in sostanziale equilibrio, ma nei primi anni '70 iniziarono a emergere motivi di contrasto.

Carlo II appariva troppo succube di Luigi XIV, divenuto il suo modello politico e dal quale riceveva finanziamenti. Il Parlamento tentò di porre fine a questa influenza costringendo il re ad abbandonare l'alleanza con la Francia e firmare la pace con l'Olanda. Contemporaneamente aveva preso corpo il problema della successione: Carlo II non aveva figli legittimi e suo fratello Giacomo era di fede cattolica. Vennero a crearsi due opposti schieramenti politici: i *tories*, legati alla Chiesa anglicana e al mondo rurale, e i *wighs* fautori della libertà religiosa e interpreti degli interessi dei commercianti.

Alla morte di Carlo II, Giacomo II salì al trono, ma il poco consenso di cui godeva venne presto a mancare. Il nuovo sovrano adottò, infatti, una linea politica che minacciava la chiesa anglicana: nominò dei cattolici alle cariche governative e intimorì il paese con un esercito

permanente, infine la nascita di un erede maschio gli alienò anche quanti lo tolleravano in previsione di un passaggio di corona ad eredi non protestanti.

Nel 1688, di comune accordo i whigs e i tories decisero di deporre Giacomo II e richiesero l'incoronazione dell'Olandese Guglielmo III d'Orange. Nello scegliere un monarca di un'altra nazione il Parlamento diede il segnale che il Re doveva diventare una figura di garanzia istituzionale. Il primo atto del nuovo sovrano fu, non a caso, l'approvazione del *Bill of Rights*, uno dei cardini dell'assetto istituzionale britannico.

È in questo contesto che, alla fine del '600, l'Inghilterra conobbe un'altra rivoluzione di decisiva importanza per la trasformazione del paese, la cosiddetta *rivoluzione finanziaria*, che ebbe nella fondazione della *Banca d'Inghilterra* (1694) il suo momento centrale. La banca, che era una privata società per azioni, ebbe dal Parlamento la facoltà di emettere cartamoneta e di svolgere funzioni di tesoreria per lo Stato, ma divenne soprattutto il canale privilegiato di raccolta della ricchezza privata, consentendo da un lato ai risparmiatori di investire nel debito pubblico con la garanzia di stabilità e certezza del credito, dall'altro al governo di trovare i capitali necessari per finanziare le numerose guerre che da lì a un secolo avrebbero impegnato l'Inghilterra contro la Francia per la supremazia mondiale.

Guerra di successione spagnola (1702-13)

Alla fine del '600, Carlo II d'Asburgo-Spagna, non ancora quarantenne, era in pessime condizioni di salute e non aveva eredi. Olanda, Inghilterra e Francia, prevedendone la morte imminente, trovarono un accordo sulla spartizione del grande impero spagnolo tra i possibili eredi delle due sorellastre del re di Spagna. Tuttavia, nel 1700, alla morte di Carlo II, Luigi XIV scoprì con sorpresa che il nipote Filippo d'Angiò era stato nominato, per disposizione testamentaria, erede universale, con la clausola che in caso di accettazione le monarchie di Francia e Spagna restassero separate.

Dopo qualche esitazione Luigi ritenne che Filippo dovesse accettare la corona spagnola alle condizioni previste dal testamento e il nuovo re, col nome di Filippo V, si insediò a Madrid. Tuttavia le altre potenze europee non erano disposte ad accettare l'accaduto. Austria, Olanda e Inghilterra iniziarono a stipulare accordi segreti, vantando tutte dei legami di parentela col defunto monarca. Così, quando nel settembre 1701 venne stipulata un'alleanza tra questi tre Paesi, la Francia occupò le regioni meridionali del Belgio, sotto il controllo olandese, dando inizio alle ostilità.

La guerra, propagatasi prevalentemente in Italia, Paesi Bassi, Germania e Spagna, registrò alcune battaglie decisive ma nessuna veramente risolutiva. Tra il 1704 e il 1706, i Francesi, subirono numerose sconfitte e Luigi XIV, in grande difficoltà, iniziò le trattative di pace, ma le eccessive richieste degli avversari lo indussero a riprendere le ostilità. Nel 1709, la battaglia di Malplaquet, la più sanguinosa del '700, si risolse in un sostanziale equilibrio, ma segnò la dissoluzione dell'esercito olandese.

Nel 1711 si registrò una svolta politica inaspettata e decisiva per la risoluzione del conflitto. L'Imperatore Giuseppe I d'Austria morì e gli succedette il fratello Carlo. A questo punto una sua ascesa al trono di Spagna, obiettivo della coalizione antifrancesa, avrebbe ricreato un impero di dimensioni pari, se non superiori, a quello di Carlo V, con conseguenze devastanti sul piano dell'equilibrio internazionale. Inghilterra (dove le elezioni avevano segnato la vittoria dei tories, favorevoli a porre fine alle ostilità) e Olanda, iniziando a temere un dominio assoluto degli Asburgo in Europa centrale, ruppero l'intesa.

Si giunse così, nel 1713, alla pace di Utrecht, dove Luigi XIV vide semplicemente riconosciuta l'attribuzione della corona spagnola a Filippo e dovette accettare la successione protestante sul trono inglese; mentre l'Inghilterra ottenne il riconoscimento di alcune conquiste territoriali e alcuni privilegi commerciali, tra cui l'*asiento de negros*, il monopolio dell'importazione di schiavi neri nelle colonie spagnole dell'America Latina.

1.3 La South Sea Company e la bolla

Il problema del debito pubblico e la nascita della compagnia

Nel 1710 Robert Harley fu nominato Cancelliere dello Scacchiere. La guerra di successione spagnola aveva fatto crescere a dismisura il debito pubblico inglese. Come già visto, la Banca d'Inghilterra deteneva il monopolio dei finanziamenti a Westminster, ma il Governo era insoddisfatto delle condizioni e il nuovo cancelliere si impegnò nella ricerca di nuovi modi per migliorare le finanze nazionali.

John Blunt, che in quegli anni era consulente presso il Tesoro, riuscì ad organizzare una sorta di lotteria per reperire fondi da prestare allo Stato. Nella fattispecie, il Tesoro non forniva più come contropartita solo i titoli di rendita vitalizia, bensì dei premi in conto capitale, ovvero somme di denaro pagate immediatamente. Lo Stato avrebbe dovuto pagare interessi passivi tra l'8% e il 10% sul debito convertito. Tale formula risultava davvero conveniente per il pubblico risparmiatore tanto che attirò attenzione e capitali anche di investitori stranieri. La Banca

d'Inghilterra rimase impotente ai margini, mentre l'intera operazione venne gestita dalla società Sword Blade Company, sua rivale nel settore bancario.

In seguito alle prime lotterie che avevano permesso al Tesoro di ricevere abbastanza denaro per coprire parte del debito pubblico, Robert Harley ammise in Parlamento che nelle tasche degli investitori che avevano preso parte alle lotterie vi erano circa 9,47 milioni di debito, non garantiti da risorse reali. Questa dichiarazione fece salire la preoccupazione all'interno delle Camere. Qualche mese dopo Harley, su consiglio di Blunt, illustrò la necessità di creare una Compagnia Commerciale il cui capitale sociale avrebbe incorporato il debito del Tesoro. Il Governo inglese avrebbe pagato alla Compagnia un interesse del 6%, destinato esclusivamente a pagare dividendi a favore degli azionisti, mentre la Compagnia, per tutte le attività correlate al suo oggetto sociale, avrebbe dovuto finanziarsi per conto proprio attraverso l'emissione di azioni.

Venne fondata la South Sea Company, alla quale il Parlamento concesse il diritto di scambiare ogni tipo di merce in America Latina. Tuttavia il commercio in questione era fino a quel momento inesistente, poiché la Spagna aveva escluso da tempo le altre potenze europee da quei mari, in più gli amministratori della Compagnia erano inesperti in materia di commercio, il loro unico fine si rivelò essere quello di speculare sull'andamento dei prezzi delle azioni. Ciò era risaputo anche in alcuni ambienti del mondo politico, ma la preoccupazione per il debito pubblico era troppo alta. La Compagnia riuscì dunque a svolgere parte della sua funzione sociale solo dopo la pace di Utrecht, due anni dopo la sua fondazione.

Dopo un iniziale momento di euforia in cui i prezzi delle azioni rimasero alti, si sparsero le prime notizie negative riguardo le attività reali. La situazione infatti era in una fase di completo stallo, sia perché gli Spagnoli rallentavano i traffici a causa di cavilli burocratici, sia per l'inesperienza degli inglesi a commerciare in America Latina. Essi non sapevano nulla riguardo i gusti, i consumi e gli stili di vita del luogo e questa ignoranza portava i commercianti a condurre trattative infruttuose e poco redditizie. Nel 1714 le azioni erano quotate sul mercato sotto la pari e rimasero tali per circa un anno. Intanto gli eventi non sembravano affatto procedere positivamente, in quanto oltre alle attività poco redditizie, il Tesoro aveva rallentato il pagamento del 6% del debito pattuito e la Compagnia quindi, oltre che riscontrare continue perdite in campo commerciale, rischiava addirittura di rimanere senza liquidità. Nonostante ciò la South Sea riuscì, per un periodo abbastanza lungo, a pagare i suoi azionisti attraverso dei prestiti obbligazionari che in teoria dovevano essere funzionali solamente a coprire i costi di allestimento della flotta. Inoltre la fortuna non voltò le spalle a John Blunt il quale fu abilissimo ad intuire che il problema poteva essere risolto solamente con un'ennesima iniezione di fiducia. Infatti egli riuscì a

coinvolgere il nuovo monarca Giorgio I che divenne, in poco tempo, un fervido sostenitore della Compagnia. Alla fine del 1715, il nuovo ottimismo trascinò i prezzi delle azioni della società.

Ma nel 1718, un altro evento improvviso minacciò le sorti della South Sea Company: arrivò l'ordine dalla Spagna di confiscare in America Latina i beni della società che a questo punto era sull'orlo del collasso. Persino in questo frangente John Blunt, riuscì a salvare la Compagnia, proponendo una conversione del debito del Governo in azioni South Sea (debt/equity swap). In cambio, il governo avrebbe pagato un interesse passivo pari 5%, in questo modo il Tesoro avrebbe quasi dimezzato il debito pubblico. Il risultato principale dello scambio fu il coinvolgimento nel mercato di capitali privati, già fiorente, dei detentori di obbligazioni governative. I risparmiatori che detenevano di fatto il debito della Corona tramite obbligazioni emesse dal Tesoro entrarono in possesso dei titoli azionari di una società, le cui entrate certificate erano gli interessi pagati dallo Stato sul debito e quindi l'unica speranza di guadagnare qualcosa dall'operazione risiedeva nella circostanza che i prezzi delle azioni lievitassero.

Dopo il successo ottenuto da Blunt, ritornò immediatamente la fiducia sul mercato per quanto riguarda i titoli della Compagnia. Tuttavia alcuni analisti individuano la causa di questa ascesa in una congiuntura finanziaria positiva visto l'andamento formidabile dell'economia reale inglese la quale era in continua crescita, grazie all'introduzione di numerose innovazioni che portavano il progresso in ogni settore. Inoltre la fiducia era ben salda anche sul piano politico, dopo l'incoronazione del re Giorgio I. L'unica reale preoccupazione era appunto il debito pubblico.

Ironia della sorte, nel frattempo cominciarono a circolare notizie mirabolanti dall'altra parte della Manica: si sparse la voce che un astuto uomo d'affari, John Law, stesse risanando le finanze pubbliche francesi attraverso la conversione del debito pubblico in azioni di una Compagnia commerciale (la Compagnia del Mississippi), un'operazione che ricordava molto il caso della South Sea Company. A questo punto i britannici pensarono che quella del debt/equity swap potesse realmente essere la soluzione per la piaga del debito pubblico. Il fatto che essa stesse attecchendo in Francia, nazione che, oltre ad avere ingenti problemi di bilancio, era flagellata da un'economia disastrosa, lasciava presagire che non si sarebbe rivelata dannosa in Inghilterra, la quale poteva contare su un'economia più solida, in grado di sostenere il rischio derivante dalla conversione. L'operazione tuttavia aveva proporzioni gigantesche e il Governo si sarebbe trovato in una condizione di bassissimo potere contrattuale nei confronti della controparte.

La gara competitiva tra South Sea Company e Bank of England

L'intuizione ingegnosa del Parlamento fu quella di mettere in competizione South Sea Company e Bank of England. La South Sea Company partiva decisamente avvantaggiata, in quanto aveva già sperimentato tale operazione, dimostrando di essere capace di supportare simili accordi finanziari ed inoltre aveva dalla sua parte le conoscenze politiche giuste e un vasto appoggio all'interno del Parlamento. D'altro canto, la Banca d'Inghilterra non aveva alcuna intenzione di cedere un simile affare alla compagnia di Blunt che era diventata una pericolosa avversaria. Ne scaturì una gara competitiva senza esclusioni di colpi.

Ad avere la meglio fu la Compagnia dei Mari del Sud che si offrì di convertire il debito inglese in due tranche. La prima con un tasso di interesse passivo del 5% fino al 1727 e la seconda tranche con un interesse più basso pari al 4%. Per ogni sterlina di debito pubblico redimibile convertita, il tesoro avrebbe dato alla Compagnia una sterlina in un rapporto 1 a 1, mentre la parte di debito non redimibile avrebbe avuto un rapporto di conversione 1 a 0,16 sterline in modo da garantire al Tesoro un surplus 400.000 sterline. Attraverso questa somma, il Governo avrebbe coperto immediatamente il debito creatosi per le spese sostenute dalla Difesa. Ma il termine del contratto che fece propendere la scelta finale sulla società di Blunt fu il bonus di 3 milioni di sterline che quest'ultima si proponeva di concedere allo Stato. Tale bonus non era un prestito, ma regalo della Compagnia al Governo britannico. Le modalità con cui essa si sarebbe procurata questi soldi non erano state definite nell'accordo e furono lasciate a discrezione della Compagnia. Il Parlamento non sembrava porsi quesiti in merito e con un atto parlamentare, nel marzo del 1720, diede alla South Sea il benestare per la conversione del debito.

Per finanziare un'operazione di queste dimensioni la South Sea Company aveva solo un'alternativa: aumentare le azioni in circolazione e sperare che esse mantenessero sempre e costantemente un valore sopra la pari, innescando un gioco al rialzo sul mercato azionario. La bolla era ormai in atto.

Scoppio della bolla

A partire dall'atto parlamentare, i prezzi dei titoli iniziarono a lievitare quotidianamente. Venivano continuamente diffuse notizie positive circa le attività della Compagnia. Come se non bastasse, cominciò un'intensa attività di lobbying all'interno del Parlamento, atta a favorire l'acquisto di azioni della società, alcuni storici ipotizzano che persino Giorgio I e l'erede al trono fossero coinvolti nell'operazione. Sta di fatto che nessuno aveva l'interesse di frenare

l'andamento rialzista dei prezzi, nonostante l'intera operazione fosse fondata su una compagnia le cui attività si rivelarono un completo insuccesso.

In questo periodo si assisteva alla nascita di moltissime società il cui unico fine era quello di emettere azioni e guadagnare ingenti profitti in un periodo brevissimo, sfruttando la frenesia speculativa che aveva contagiato tutti gli operatori della City. Fenomeno che non era gradito ai dirigenti della South Sea Company, i quali iniziarono a fare pressione sul Parlamento affinché adottasse seri provvedimenti ed eliminasse la concorrenza. Dopo alcune settimane, la Camera dei Comuni approvò il "*Bubble Act*" che vietò la libera costituzione di società per azioni, subordinandone la nascita all'esplicita concessione della Corona o del Parlamento e impose alle società di attenersi ai propri atti costitutivi. Le quotazioni toccarono immediatamente quota 200. Nel medesimo periodo, erano arrivate notizie sugli esiti negativi della compagnia commerciale del Mississippi dall'altra parte della manica, la quale aveva dato avvio ad una bolla speculativa parallela che per lungo tempo aveva diretto ingenti capitali verso la Francia. Da quel momento, gli investitori, per evitare di incorrere in dolorose perdite in Francia, veicolavano i loro risparmi verso l'Inghilterra investendo soprattutto in azioni della South Sea Company: dal 19 al 21 marzo i prezzi lievitarono da 218£ a quota 320£.

Tuttavia, nel 1720, una spirale di eventi negativi trascinò in basso le quotazioni della Compagnia. Il 18 agosto il Parlamento rafforzò il Bubble Act. L'atto che aveva rappresentato l'emblema dell'influenza della società di Blunt sulla classe dirigente inglese dell'epoca finì per essere il passo iniziale per la discesa dei prezzi delle azioni. Per la prima volta gli investitori cominciarono a porsi delle domande "razionali" e iniziarono a vendere, inoltre molti presero questa decisione in contemporanea. Il Bubble Act ebbe un'ulteriore conseguenza negativa, in quanto mandò in sofferenza finanziaria centinaia di persone che avevano costituito quelle società e, in molti casi, erano anche azionisti della South Sea Company.

La seconda causa che scatenò la bolla è rappresentata dall'ultima operazione finanziaria messa in atto da Blunt che, preoccupato dalla brusca discesa dei prezzi, rese noti i dettagli della seconda tranche di conversione del debito. Essa sarebbe avvenuta a condizioni molto più favorevoli rispetto alla prima, ma non ebbe il suo stesso successo. Sebbene cambiassero i termini contrattuali di conversione, infatti, restava immutato il meccanismo di fondo, secondo cui gli azionisti avrebbero beneficiato dall'operazione soltanto nel caso in cui i prezzi non fossero scesi ulteriormente. La sfiducia nella compagnia aumentò.

Per arginare la crisi, Blunt indisse una quarta sottoscrizione, in data 24 agosto, che permise alla compagnia di guadagnare quasi 250.000 sterline. Denaro insufficiente per risolvere i gravi

problemi societari. Si pensò, quindi, ad una quinta sottoscrizione, ma questa volta gli amministratori della Compagnia si opposero e proposero solamente un aumento dei dividendi per le azioni. Scelta deleteria, perché non fece altro che aumentare la sfiducia.

Fu così che, quando dal 3 all'8 settembre, i titoli collassarono da 705£ a 575£. Il Parlamento decise di prendere seri provvedimenti ed incaricò la Banca d'Inghilterra di salvare la South Sea Company e la Hollow Sword Blade Company che stava sprofondando insieme alla prima. La banca accettò di salvare soltanto la South Sea, acquisendo il ruolo di prestatore di ultima istanza, ma si rifiutò di aiutare la sua più acerrima nemica nel mondo dell'intermediazione. Ciò causò una corsa agli sportelli della Sword Blade, la quale, dopo brevissimo tempo, non fu più in grado di garantire sui suoi depositi e diede ai propri clienti delle note di credito per potersi rifare sulla Compagnia dei Mari del Sud. Avvenne così l'ultimo tracollo dei titoli, i prezzi scesero a 180£. Per la maggior parte degli investitori inglesi il calo sancì la rovina, La follia collettiva che aveva diretto gli investimenti durante la fase ascendente della bolla ora si palesava in tutte le sue terribili conseguenze finanziarie ed economiche. La soluzione alla crisi fu ulteriormente rimandata dal cambio di governo, che portò al potere Robert Walpole, già cancelliere dello scacchiere. La risoluzione ebbe inizio con un accordo, del 1722, secondo il quale la Bank of England avrebbe aggiunto circa 3,5 milioni di sterline, sollevando la South Sea da quella parte di debito pubblico che aveva acquistato durante la bolla. Il governo inglese reagì in maniera violenta, espellendo coloro che erano stati gli artefici di questa truffa speculativa e interdicensi i dirigenti della Compagnia dai pubblici uffici e da ogni altra iniziativa imprenditoriale. La Compagnia, nonostante tutto, venne salvata e, sebbene nel 1750 abbandonò ogni attività commerciale, rinunciando all'asiento de negros, continuò a sopravvivere fino al 1854, ricevendo somme derivanti da piccoli interessi attivi sulla minima quantità di debito ancora detenuto in portafoglio.

Il ruolo della bolla della South Sea nello sviluppo dei mercati finanziari e in particolare della borsa londinese resta una questione aperta sia per gli storici che per gli economisti. Sebbene Carswell attribuisca alle ripercussioni del Bubble Act una delle ragioni per cui la rivoluzione industriale avvenne soltanto a fine secolo, il primo storico ad occuparsi dell'episodio, Adam Anderson, sostenne che la bolla non arrecò nessun danno duraturo allo sviluppo del settore finanziario britannico e numerose trattazioni successive hanno confermato questa valutazione. Vi è infatti un contrasto interessante e irrisolto tra la bolla della South Sea e la grande vitalità dell'economia inglese del diciottesimo secolo. Harris ha dimostrato che le società quotate

continuarono a usare il mercato per finanziare le infrastrutture del Paese e che non solo l'economia si riprese rapidamente dalle turbolenze finanziarie, ma che il Governo fu anche in grado di finanziare con buon esito ciascuna delle guerre che conseguirono, fino alla vittoria su Napoleone nel 1815. Ciò diede luogo a due posizioni contrastanti: l'economia britannica era così arretrata nel 1700 che lo shock finanziario si è ripercorso su una fetta molto ridotta dell'economia o è possibile che il quadro istituzionale del settore finanziario britannico avesse già nel 1720 acquisito la resistenza necessaria ad assorbire un simile shock e riprendersi velocemente?

Per quanto riguarda la ripresa dalla bolla, Carswell riconosce innanzitutto il genio politico di Walepole nel ripristinare la sostenibilità economica del mercato dei capitali di Londra, specie in riferimento al debito pubblico. Ad esempio, la sua decisione di imporre amnistie e colpi di spugna per migliaia di accordi privati, conclusi al culmine dell'euforia finanziaria, permise alla maggior parte delle persone di ripartire da zero.

Sebbene molti resoconti storici attribuiscono un ruolo fondamentale alla Banca d'Inghilterra, non tutti gli autori riconoscono alla banca un ruolo così prominente, Claphman nella sua classica storia della Bank of England osserva con soddisfazione che, fortunatamente per l'istituzione, la banca ebbe ben poco a che fare con la follia e le frodi del 1720, valutazione più cauta di Andreades, il quale concluse che la banca riuscì a sfuggire dai pericoli solo perché le clausole del contratto di salvataggio della South Sea furono attuate dopo tre anni.

2. Soggetti coinvolti nella bolla

Per offrire una misura dell'ampiezza e della profondità del mercato dei capitali durante la bolla della South Sea, è utile analizzare la natura delle persone coinvolte, la loro estrazione economica e sociale, il sesso e la provenienza geografica. Le caratteristiche di questa prima "customer base" stupiscono, essendo essa unica in Europa per diversità e ampiezza, e colpisce anche il livello di liquidità delle attività finanziarie disponibili. Queste caratteristiche sono fondamentali per capire perché Londra fu in grado di riprendersi dalla bolla e diventare il mercato finanziario di riferimento per il Mondo, un ruolo che continuò a svolgere fino allo scoppio della Prima Guerra Mondiale.

2.1 L'importanza dei registri della Banca of England

Nel 1720 le azioni della Bank of England erano uno tra i diversi titoli disponibili al pubblico; un investitore avrebbe potuto acquistare azioni, ad esempio, della Royal African Company, della East India Company o della South Sea Company. Nei primi cinque mesi dell'anno le quotazioni di queste società si mossero in maniera disomogenea: le azioni della Bank of England aumentarono del 36%, quelle dell'East India del 34%, quelle della South Sea del 225% e quelle della Royal African Company del 300%. Durante la bolla, dunque, la Banca d'Inghilterra era ampiamente considerata, tra le maggiori società quotate, la meno speculativa e, rispetto alla generale volatilità dei prezzi, le sue azioni rappresentavano un'attività stabile. In questo periodo fondamentale per il futuro del mercato dei capitali inglese, le azioni della Bank of England, anziché perdere redditività, divennero più diffuse e detenute da una platea di clienti più ampia ed eterogenea di quella che era presente prima della bolla.

In questa sede utilizzeremo due fonti distinte dagli archivi della Bank of England: i registri dei trasferimenti del 1720 e il registro degli azionisti del periodo tra il 1720 e il 1725. Ciascuna fonte fornisce un quadro diverso ma collegato delle attività di mercato degli azionisti.

I registri dei trasferimenti documentano tutte le vendite e gli acquisti in azioni della Banca. Al momento della bolla, i funzionari mantenevano quattro registri dei trasferimenti, ordinati alfabeticamente secondo i cognomi degli azionisti e corrispondenti ai quattro registri degli azionisti. Ciascun foglio dei trasferimenti conteneva quattro moduli prestampati in cui inserire il nome del venditore, il nome dell'acquirente, la data del trasferimento e l'importo. In molti casi abbiamo informazioni che riguardano l'occupazione e l'indirizzo sia del venditore che del compratore. Tutti i 6.844 trasferimenti in azioni della banca effettuati nel 1720 sono stati quindi

registrati accuratamente, illustrando fedelmente gli individui e le organizzazioni che hanno detenuto azioni della banca in questo determinato periodo e offrendo uno spaccato sulle consistenze durante bolla della South Sea e immediatamente dopo.

L'anno della bolla segnò un periodo d'intensa attività, sia per le azioni della Bank of England che di altre società scambiate sul mercato, soprattutto a febbraio, in particolare per l'incertezza sulla scelta del Governo riguardo alla società che avrebbe dovuto intraprendere lo scambio debito/azioni.

I singoli investitori potevano condurre, ed effettivamente condussero, operazioni multiple, pertanto le operazioni registrate non rispecchiano perfettamente il numero degli operatori coinvolti. Alle 6.844 operazioni distinte di acquisto e vendita di azioni della Banca d'Inghilterra, corrispondono 2.233 venditori unici e 2.304 acquirenti unici.

2.2 Un sguardo sui partecipanti

Osservando gli individui che avevano partecipazioni o investimenti di altro genere nella Bank of England nel corso del 1720, possiamo notare il livello di operatività e la natura di chi deteneva azioni, durante il periodo della bolla e negli anni successivi. Il livello di liquidità era molto elevato e l'operatività nelle azioni della banca riguardava essenzialmente persone che vivevano a Londra o dintorni, sebbene alla fine dell'anno entrarono anche acquirenti stranieri, soprattutto Olandesi. Gli operatori di Londra provenivano da ogni classe sociale, alcuni si definivano "nobili" o "gentiluomini", altri erano commercianti o mercanti o addirittura membri della servitù. Alcuni singoli investitori erano eccezionalmente attivi, ma sembra che agissero più da intermediari, interessati alle azioni della banca per rispondere alle esigenze della clientela più che per cavalcare la bolla. La maggior parte era costituita da uomini, ma vi era anche una notevole presenza femminile. Sebbene il numero di uomini che conseguì utili fu superiore a quelli che registrarono perdite, l'entità delle perdite fu tale che la categoria "investitori di sesso maschile" perse soldi durante la bolla, per contro la categoria degli investitori di sesso femminile registrò profitti, smentendo la percezione secondo cui le donne fossero i nuovi e più ingenui investitori nel mercato. Gli uomini che si classificavano mercanti e gentiluomini registrarono le perdite più consistenti, mentre marinai e soldati registrarono utili, come gli operatori che provenivano dal settore alimentare.

Dopo la crisi, le consistenze medie in azioni della banca aumentarono da parte di investitori attivi nel settore delle costruzioni, della finanza, manifatturiero, militare e dei servizi, nonché dagli uomini con titoli nobiliari.

Categorie socio-occupazionali

I registri dei trasferimenti offrono informazioni sulle categorie socio occupazionali in maniera molto dettagliata. La categoria più ampia è quella dei commercianti, che comprende non solo la mera occupazione di commerciante di prodotti, ma anche quanti erano coinvolti nella preparazione e nella vendita di beni alimentari, chiunque fosse considerato esercente e i mercanti. Gli individui che avevano attività nel settore finanziario, banchieri, broker o orafi, comprendevano soltanto il 3% dei partecipanti totali. Poiché lo stato civile delle donne predominava su qualsiasi occupazione, esse erano indicate come nubili, vedove, coniugate o come membro della nobiltà.

Sfortunatamente non esistono buone misure dei singoli livelli di ricchezza, dal lavoro di Lindert sappiamo che i mercanti e gli esercenti di Londra avevano livelli di ricchezza superiori rispetto ai loro colleghi in altre regioni del Paese, ciò contribuisce forse a spiegare l'ampia distribuzione dell'azionariato a Londra. Ciò che emerge dai dati è il numero esiguo di azionisti provenienti dall'aristocrazia e la maggior parte di coloro che erano coinvolti nel mercato durante 1720 non proveniva dai ceti sociali storicamente più elevati.

Gli utili e le perdite per gli uomini possono essere esaminati per categoria occupazionale. In termini di investitori che hanno registrato utili o perdite, vi sono più persone che hanno registrato utili che perdite. A trainare le perdite nette complessive degli uomini sono soprattutto i gentiluomini e i mercanti, anche perché essi detenevano le partecipazioni più elevate in termini di valore contabile.

La partecipazione femminile al mercato

Tra i venditori e gli acquirenti, le donne erano rispettivamente il 18% e il 16%, mentre, rispetto al valore contabile delle transazioni, le donne rappresentavano il 10% delle vendite e l'8% degli acquisti. Considerando la singola vendita, una vendita media di azioni della banca condotta da una cliente donna aveva un importo di 658£, mentre un acquisto medio era di 675. Le donne erano presenti nel mercato anche per le azioni della Royal African Company, più speculative, ma in un livello stabilmente inferiore rispetto a quanto registrato per la Bank of England.

La differenza nei trasferimenti medi tra uomini e donne condotti su azioni della banca può essere spiegata da differenze nell'accesso ai fondi, tuttavia nonostante le disuguaglianze nella distribuzione dei redditi e l'impossibilità per le donne di accedere alla terra, come fattore produttivo, e ad altre forme di credito, i dati dimostrano che alcune donne, e non solo donne di alta classe, detenevano portafogli consistenti di questa attività finanziaria.

Come già accennato, a livello aggregato, gli uomini che parteciparono al mercato registrarono perdite e le donne utili, gli uomini persero in media 14£ a persona, mentre le donne guadagnarono all'incirca 25£ a persona. Non vi è inoltre differenza nel comportamento adottato nella bolla dalle vedove e dalle nubili.

Nei cinque anni successivi al 1720, le donne accrebbero la loro partecipazione dal 10,8% dello stock di capitale registrato quell'anno al 14,5% del 1725, forse fu l'esperienza positiva delle donne che agirono sul mercato durante i movimenti di prezzo nella bolla a incoraggiare una loro maggiore partecipazione.

Distribuzione geografica

In un sistema di comunicazioni basato su terra, le informazioni non potevano muoversi più velocemente di quanto facesse un cavallo o una nave, pertanto ci si può ragionevolmente attendere che chi risiedeva vicino al centro disponesse di più o migliori informazioni, perlomeno queste persone avrebbero ricevuto tali informazioni con la massima tempestività.

Quando esaminiamo il mercato azionario dal punto di vista geografico, non sorprende riscontrare che l'attività sulle azioni della Bank of England fosse un fenomeno prettamente londinese, come notato anche da Dixon. Il 70% degli operatori coinvolti aveva, secondo i registri, un indirizzo di Londra, mentre il 17% dei venditori e il 15% degli acquirenti vivevano al di fuori di Londra e solo il 5% dei venditori e 7% degli acquirenti erano stranieri. Tra chi viveva al di fuori di Londra, era alta l'incidenza degli abitanti delle "home counties", le periferie comunque più prossime alla city. Tra gli azionisti stranieri, il 77%, ovvero 725, viveva nei Paesi Bassi, il secondo gruppo per grandezza proveniva dalla Svizzera con 95 azionisti, vi erano anche Belgi, Tedeschi, Irlandesi, Danesi, Italiani e Polacchi. La quota di azionisti Olandesi attivi nel mercato è sostanzialmente coerente con la percentuale di azioni detenute, mentre gli Svizzeri detenevano il 10% delle azioni straniere ma rappresentavano il 12% delle attività di vendita estere.

Si riscontra una presenza di azionisti stranieri sproporzionatamente più elevata dopo la bolla. Nei cinque anni successivi, gli stranieri accrebbero la loro partecipazione dal 7,2% al 16,4%. Nel 1725 gli azionisti Olandesi possedevano il 16,4% dello stock di capitale. Vi è inoltre uno spostamento, dopo il 1723, dei nuovi clienti londinesi a favore delle contee intorno alla città, il 63% risiedeva infatti nelle *home counties*, rispetto al 55% degli acquirenti precedenti.

Osservando i registri si possono inoltre notare cognomi uguali, per quanto ciò non significa che gli individui in questione provenissero da uno stesso nucleo familiare. Ma questi cognomi mostrano la presenza di alcuni gruppi noti all'interno della comunità mercantile, i più evidenti

sono quelli appartenenti alla comunità degli ebrei sefarditi, distinti da nomi tipicamente ispanici, e quelli delle principali famiglie ugonotte,

Gli individui più attivi

Da un esame della distribuzione delle operazioni per valore contabile o entità dell'operazione, emerge un ampio accesso al mercato, poiché si registrano sia operazioni di piccola entità che operazioni cospicue.

Gli studi che si concentrano sul numero di investitori unici e sull'entità dei trasferimenti non ci dicono in che modo questi individui utilizzassero il mercato, ma notiamo la presenza di un numero esiguo di investitori che svolgevano molte operazioni, mentre la maggior parte di essi partecipava al mercato soltanto sporadicamente, ad esempio il 58% degli investitori della Bank of England entrarono nel mercato solo una volta nel corso del 1720 e il 77% intervenne una o due volte.

Vi erano all'incirca 50 individui che avevano più di 15 operazioni come venditore o acquirente, ma all'interno di questo gruppo si può individuare un sottogruppo più ristretto di 15 individui che avevano più di 30 operazioni e sembra che essi agissero come intermediari. Nel complesso l'operatività sulle azioni della banca nel corso della bolla fu trainata da persone che intervennero sul mercato poche volte.

2.3 Conclusioni

Se da un lato non possiamo determinare le motivazioni specifiche di ciascun investitore o della sua categoria occupazionale, possiamo notare chiaramente che queste ragioni probabilmente non cambiarono dopo il 1720. Possiamo affermare che una base di clienti ampia, eterogenea e soprattutto stabile era già presente prima della bolla della South Sea e continuò ad esistere anche dopo. Tutte le nostre misure di distribuzione delle partecipazioni appaiono abbastanza simili per tutti i cinque anni dopo la bolla. Possiamo altresì osservare che esistevano già i presupposti per un'interazione produttiva tra il settore finanziario e il settore reale dell'economia e tali presupposti continuarono ad esistere per tutto lo shock della bolla della South Sea e il suo crollo.

Malgrado la grande turbolenza finanziaria che ha accompagnato lo scoppio della bolla della South Sea, le migliaia di azionisti della Bank of England mantennero un mercato secondario attivo e proficuo per il capitale finanziario della banca e nonostante i tumulti e le proteste sollevate dai sottoscrittori della South Sea quando avvenne il crollo dei prezzi delle azioni, gli investitori in titoli alternativi, come appunto quelli della Banca d'Inghilterra, ottennero risultati

positivi, tanto positivi da attirare nuovi investitori che cercavano sia la sicurezza di un dividendo, sia la liquidità delle azioni scambiate. Ciò gettò le fondamenta di una nuova base di clienti su cui il primo ministro Walepole poté costruire la nuova e duratura struttura delle finanze pubbliche inglesi.

3. Hoare's

Basandoci sul comportamento di Hoare's, una banca londinese che investì nella bolla e, al contrario di molti altri investitori, ne trasse profitto, possiamo illustrare le strategie proficue d'investimento e associarle a quanto si dice sulla teoria delle bolle speculative. Questo è ciò che Peter Temin e Hans-Joachim Voth si propongono di fare in un articolo dal titolo "Rising the South Sea Bubble", pubblicato nel 2003. Essi ritengono, infatti, che il comportamento di un solo e ben informato investitore possa dirci molto sulla natura delle bolle e sul comportamento degli investitori nei periodi di difficoltà, a questo proposito sono molteplici i paragoni tra la bolla della South Sea Company e la bolla delle dot-com.

3.1 La performance di Hoare's

Prima di spiegare il successo ottenuto da Hoare's durante la bolla della South Sea, gli autori passano in rassegna tre ipotesi: la prima è che la banca sia stata preda di impulsi irrazionali, non guidata quindi da un'analisi ragionevole dei mercati e che abbia conseguito profitti per mera fortuna; la seconda è che le contrattazioni durante la bolla siano state vincolate da strutture amministrative del mercato dei titoli e che la banca abbia registrato i risultati migliori possibili in presenza di tali vincoli; la terza ipotesi è che l'operatore abbia agito in maniera razionale, ma promuovendo la bolla, acquistando e vendendo sulla base del comportamento atteso dagli altri operatori del mercato.

La prima ipotesi è da escludere, poiché, pur ammettendola, riscontreremmo troppe operazioni fortunate anche in investimenti diversi dalle azioni South Sea. Nella seconda ipotesi dovremmo notare un considerevole attrito derivante dalle difficoltà legate ai regolamenti o alla gestione burocratica delle attività finanziarie, che avrebbero ostacolato una negoziazione efficiente. Infine, se la terza ipotesi fosse corretta, dovremmo osservare investimenti nella South Sea e in altre attività sopravvalutate per un periodo di tempo prolungato: la banca avrebbe dovuto continuare ad acquistare l'azione o a detenerla, anche se ritenuta sopravvalutata, per poi rivenderla nel momento in cui fosse divenuto chiaro che il mercato era sul punto di crollare.

Le operazioni di Hoare's nel 1720 ci permettono di respingere la prima ipotesi e suggeriscono che la terza spiegazione sia la più convincente, a fronte del fatto che i malfunzionamenti nella struttura del mercato hanno svolto un ruolo limitato, sebbene fossero presenti (il crollo della bolla è stato in parte favorito da alcune limitazioni o ritardi, ad esempio la chiusura dei registri da parte della South Sea ha reso difficile uscire dal mercato quando l'investitore lo desiderava).

Possiamo notare come i prezzi delle operazioni di Hoare's, riportati nei suoi registri, fossero abbastanza simili a quelli riportati da Castaing in "Course of exchange", in cui illustrava le quotazioni giornaliere dell'epoca. Per tutta la prima parte del 1720, la banca ha continuato ad accrescere le proprie consistenze, non ha acquistato prima dell'aumento iniziale dei prezzi, ma è entrata pesantemente nel mercato dopo il 18 febbraio. Prima della legge che autorizzava lo schema di conversione, la banca aveva acquistato 14.000 azioni. Quando la South Sea Company vinse la gara per la conversione del debito, il prezzo dell'azione salì da 255£ per 100 azioni il 21 marzo a 320£ alla fine di marzo e la banca ne cedette 9.000, suddividendo la vendita in otto ordinativi. Alla metà di aprile, dopo la prima sottoscrizione, gli utili superavano le 14.000£ e la banca aveva venduto poco più degli acquisti totali effettuati nel 1720. Il 30 aprile, il giorno dopo la seconda sottoscrizione, la banca rientrò nel mercato acquistando 1000 azioni a 341£, il 19 maggio, quando furono annunciate le condizioni della conversione, le azioni aumentarono rapidamente, da 375£ a 473£ in una settimana, fino a 750£ agli inizi di giugno, Hoare's acquistò altre 2.000 azioni il 27 maggio.

I prezzi diminuirono leggermente poco prima della terza sottoscrizione. Gli uffici della South Sea impiegarono molto tempo a registrare le operazioni, ad esempio le azioni cedute durante la sottoscrizione di aprile non furono disponibili per le contrattazioni fino a dicembre.

Dal 22 giugno al 22 agosto, i libri dei trasferimenti della South Sea rimasero chiusi. Come hanno sottolineato Peter Gaber e Larry Neal, i prezzi più elevati si osservano durante questo periodo. Una volta riprese le normali contrattazioni, quando l'azione scese al di sotto di 800 ed entrò in vigore il Bubble Act, i prezzi iniziarono a impazzire. Hoare's decise di limitare la propria esposizione e iniziò a vendere buona parte delle proprie consistenze a settembre, realizzando utili anche in questo caso. La banca continuò a cedere altre azioni man mano che il prezzo diminuiva. Nel complesso, da febbraio fino a settembre, Hoare's aveva conseguito utili per 19.355£.

Dopo la fine dell'episodio più drammatico della bolla, tra l'ottobre e il dicembre del 1720, la banca continuò a ridurre la propria posizione in azioni della South Sea, le vendite complessive ammontarono a 3.700 azioni, per prezzi compresi tra 190£ e 305£. Il frequente riferimento a pagamenti per commissioni di trasferimento, che non erano presenti prima di settembre, suggerisce che la banca stava cedendo azioni che era stata costretta ad acquistare a seguito di precedenti contratti. A partire dalla fine di agosto cresceva la rabbia tra i sottoscrittori che, dopo aver comprato l'azione a prezzi elevati o scambiando debito pubblico, dovevano aspettare lunghi periodi prima che i loro nomi e i relativi acquisti fossero registrati dagli addetti della South Sea, e che quindi si ritrovavano con attività difficili da cedere, anche Hoare's era coinvolta. In questo

modo la Compagnia dei Mari del Sud stava cercando di sostenere il prezzo del proprio titolo. Tutto ciò riversò sulla banca azioni che dovette vendere in una fase successiva. Il rendimento deludente nell'ultimo trimestre dell'anno, dunque, non è il segno di un fallimento della strategia di Hoare's. Come sottolineano Brunnermeier e Nagel, anche gli *hedge fund* che sfruttarono la bolla dot-com conservarono una parte delle consistenze dopo il picco della bolla e avrebbero ottenuto guadagni ancora maggiori liquidando tutto.

3.2 Influenza di Hoare's sul mercato

Un modo semplice per esaminare la performance di Hoare's è chiedersi se altri investitori avrebbero potuto registrare utili superiori seguendo il comportamento della banca. Ma prima di far questo, dovremmo esaminare l'efficienza del mercato. Se, infatti, il mercato delle società quotate nella Londra della prima epoca moderna fosse stato relativamente efficiente avrebbe dovuto incorporare celermente le informazioni insite nel comportamento di Hoare's e replicare i suoi movimenti in ritardo, anche a pochi giorni di distanza, non avrebbe portato agli stessi utili. Al contrario, con un mercato poco efficiente, dovremmo riscontrare un qualche grado di prevedibilità dei rendimenti sugli orizzonti a breve. Da un esame dei prezzi e dei rendimenti delle azioni South Sea, condotto nell'orizzonte di uno, cinque e dieci giorni dopo la decisione di Hoare's, emergono alcuni dati.

Dal punto di vista dei prezzi: nel 63% delle giornate in cui Hare's non acquistava il valore delle azioni diminuiva, quando acquistava l'azione aveva una probabilità tre volte maggiore di avere una giornata rialzista anziché ribassista, mentre non vi è alcuna differenza tra le giornate in cui Hoare's vendeva e quelle in cui non vendeva; in un orizzonte di 5 giorni, quando Hoare's non acquistava il prezzo aumentava in un terzo dei casi e la decisione di acquistare dava luogo a risultati significativi, poiché l'azione aumentava con una probabilità del 57,6%, mentre notiamo che la decisione di vendere iniziava ad avere delle conseguenze sul mercato, ma nel complesso continuava ad essere pressoché ininfluenza; in un orizzonte a 10 giorni, la probabilità che il mercato aumentasse in seguito ad un acquisto era doppia rispetto ad una decisione di non acquisto, si iniziano a riscontrare significative differenze nei prezzi anche dopo una decisione di vendita, il 68% contro il 57% quando non decideva di vendere.

Dal punto di vista dei rendimenti: il rendimento medio in una giornata in cui Hoare's acquistava era all'incirca 17 volte superiore rispetto alle giornate in cui non acquistava (tuttavia, benché si tratti di una differenza cospicua, non è significativa dal punto di vista statistico, non è chiaramente evidente che le informazioni penetrassero velocemente nel mercato, né vi è prova

del fatto che esistesse ad Hoare's un a chiara regola di comportamento in base alla quale decidere se acquistare o vendere secondo i rendimenti osservati), nelle giornate in cui Hoare's vendeva continuava a non esserci alcuna differenza rispetto alle giornate in cui la banca decideva di non vendere; i risultati su un orizzonte di 10 giorni sono più indicativi, dopo una decisione di acquisto, il rendimento di un'azione South Sea aumentava in media dell'1,9% al giorno per 10 giorni, mentre scendeva dell' 0,34% in assenza di interventi e quando Hoare's vendeva il rendimento diminuiva dello 0,6% al giorno.

Un osservatore che avesse seguito gli interventi di Hoare's, replicandoli con esattezza, avrebbe potuto ottenere risultati molto superiori alla media del mercato. Gli investitori avrebbero potuto conseguire utili del 15,5%, in un periodo di 10 giorni dopo un acquisto da parte di Hoare's, ed evitare perdite del 24% dopo una decisione di vendita. Inoltre se gli investitori avessero potuto osservare non solo i tempi in cui le decisioni venivano effettuate, ma anche i volumi di vendita e acquisto, avrebbero potuto ottenere risultati maggiori.

3.3 Gli altri investimenti

L'azione della South Sea Company non era il solo investimento disponibile sul mercato londinese. Ricostruendo il portafoglio di investimenti complessivo di Hoare's, con l'accuratezza concessa dai dati storici disponibili, possiamo notare come la banca conseguisse rendimenti consistenti e anormali sulla maggior parte dei titoli in cui investiva.

A maggio del 1720, la banca aveva acquistato 2.000 azioni della Royal African Company per un importo complessivo di 800£, vendendo poi a giugno e luglio con utili di 2.460£. Considerando il breve periodo di tempo dell'investimento, Hoare's realizzò un rendimento pari al 75% mensile. Alla fine di aprile, la banca investì in Ram's Insurance, acquistando 2.000 azioni a 13,25£ e cedendole a metà maggio a 19£, con un utile del 43% in 17 giorni.

Nel caso dell'azione della Bank of England, Hoare's, che deteneva consistenze notevoli anche prima della bolla, acquistò titoli in vari momenti del 1719 e agli inizi del '20, mentre era in corso la gara per la conversione del debito, riducendo la propria esposizione prima della decisione del Parlamento, prevedendo una vittoria della South Sea. Ad aprile, la febbre speculativa che fino ad allora aveva interessato la Compagnia dei Mari del Sud, iniziò a propagarsi al resto del mercato. Hoare's realizzò utili ad Aprile, vendendo azioni a 167£, successivamente vide il prezzo dell'azione guadagnare il 35% e decise di cedere altre 3.500 azioni ad agosto, ad un prezzo medio di 226£.

Vi è tuttavia un titolo con cui Hoare's ottenne risultati contrastanti, quello della East India Company. Inizialmente la banca operò con risultati proficui, il 20 maggio acquistò 1.000 azioni a 239£ e le cedette tre settimane dopo a 301£, tuttavia fece massicci acquisti alla fine di luglio, 200 azioni a 430£, e fu costretta a vendere a quasi la metà del prezzo, conseguendo una perdita media del 58%.

La banca otteneva i migliori risultati con le bolle più estreme, che riguardavano piccole società soggette a volatili movimenti di prezzo. Il fatto che Hoare's avesse tali risultati con i titoli rischiosi e un minore successo con i titoli di società che godevano di un modello più solido, resistente alle speculazioni, indica che le bolle possono essere un'importante opportunità per gli investitori sofisticati. Ciò è coerente anche con le performance degli hedge fund durante la bolla tecnologica, Brunnermeier e Nagel riscontrano, infatti, cospicui rendimenti sulle azioni con alti coefficienti prezzo/vendite, ma non sulle azioni "normali" e questo è esattamente ciò che ci si attenderebbe da investitori professionisti come Hoare's.

3.4 Cause del successo

La notevole performance di Hoare's non fu il risultato di mera fortuna, tuttavia, per sostenere che la banca cavalcò la bolla con grande perizia, dobbiamo dimostrare che non abbia beneficiato di vantaggi sleali e che fosse consapevole della sopravvalutazione del titolo.

Il lungo elenco di clienti influenti della banca le avrebbe potuto facilmente fornire informazioni importanti. Chiunque seguisse le fortune della South Sea a febbraio aspettava notizie su chi avrebbe ottenuto il contratto di conversione del debito. Dopo la prima offerta della South Sea, la controfferta della Bank of England aveva provocato incertezza. Quando la Compagnia rispose con uno schema più interessante, la decisione fu rimandata al Parlamento ed entrambi gli offerenti fecero girare tangenti, mantenendo il livello d'incertezza sulla gara. Tuttavia, un giorno prima della decisione del Parlamento, Lord Carlton prese a prestito 9.000£ da Hoare's, offrendo come collaterale 6.000 azioni della South Sea Company. Non sappiamo se avesse acquistato le azioni dalla banca, o se avesse ottenuto il prestito per acquistare le azioni, ma questa seconda ipotesi è più probabile in base alle informazioni che abbiamo riguardo ad altre operazioni simili tra i clienti di Hoare's. Dopo l'operazione di Lord Carlton, la banca acquistò altre 7.000 azioni, tuttavia la tempistica esatta non indica che Hoare's stesse operando un front running, cioè si stesse posizionando con anticipo rispetto a un grande ordine che avrebbe influenzato mercato, anche perché l'ordine di Lord Carlton non era abbastanza grande per farlo. È più probabile che Hoare's avesse informazioni privilegiate, tuttavia la banca comprò solo

alcune azioni dopo l'ordinativo e ad una settimana di distanza, ma la possibilità non può essere scartata del tutto: Lord Carlton era membro del Parlamento, ex Cancelliere dello scacchiere, e aveva ricoperto altre cariche.

Non riscontriamo forti legami tra i clienti di Hoare's e il piccolo gruppo dirigente della South Sea Company o con qualcuno che rientrasse nel giro di tangenti. Tuttavia, poiché osserviamo solo una parte e delle informazioni disponibili agli operatori di mercato in quel periodo, potrebbe comunque essere vero che il successo di Hoare's fosse legato alla sua clientela. Ciò non sarebbe comunque in contraddizione con l'ipotesi secondo cui la prevedibilità del comportamento degli investitori fu un fattore importante per il successo della banca. La clientela di Hoare's e la banca stessa potrebbero aver deciso i propri investimenti sulla base di uguali informazioni.

È possibile analizzare più in dettaglio le origini degli utili della banca chiedendoci se le operazioni della clientela l'abbiano aiutata nel decidere la tempistica dei propri acquisti e delle proprie vendite e valutando quanto fossero effettivamente importanti tali informazioni, anche perché, in mercati relativamente inefficienti, le informazioni rivelate alla banca dieci giorni prima sarebbero diventate di dominio pubblico.

Osservando i comportamenti di Hoare's e clienti, possiamo constatare che banca determinò in qualche misura le proprie decisioni coerentemente con le operazioni della clientela, soprattutto per le vendite; aveva maggiore probabilità di vendere quando anche i clienti vendevano oppure quando riscattavano i propri prestiti a fronte di azioni della South Sea. Hoare's agiva da intermediario per la clientela e, di conseguenza, era testimone di parte dei flussi di ordini per le azioni South Sea, beneficiando forse indirettamente delle informazioni che una parte dei clienti disponeva sugli eventi e le decisioni che avrebbero influito sul valore del titolo. Gennotte e Leland asseriscono che, in condizioni normali, gli operatori di mercato che seguono il flusso tenderanno ad agire come investitori non informati, comprando alle diminuzioni dei prezzi e vendendo quando questi aumentano, ma, una volta ricevute informazioni accurate, inizieranno a orientare le loro decisioni in un altro senso. Questo è quello che osserviamo in generale per Hoare's. La banca, ad esempio, avrebbe potuto interpretare alcune decisioni di acquisto da parte della clientela come l'entrata nel mercato di *noise trader*. Tuttavia ciò non basta a spiegare tutti gli investimenti di Hoare's.

3.5 Riconoscimento della sopravvalutazione

Le numerose testimonianze del panico degli operatori illusi dopo aver investito i propri risparmi nelle azioni della South Sea, sembrano suggerire l'incapacità dei contemporanei nel capire che una bolla era in atto. Né mancavano, nel XVIII secolo, gli equivalenti dei moderni analisti, la maggior parte dei quali lavorava per convincere gli investitori che le azioni non avrebbero fatto altro che salire. Circolavano inoltre diversi materiali pubblicitari che tessevano le lodi sul valore intrinseco del titolo.

Tuttavia la letteratura storica sulla bolla ha raramente sostenuto che un gran numero di investitori credesse appieno nel valore delle azioni, infatti alcune delle prime ricostruzioni citavano già comportamenti molto in linea con quelli di uno speculatore informato e non mancavano i profeti di sventura. Il deputato Hutchenson, ad esempio, pubblicò una serie di pamphlet in cui sosteneva che gli scemi di conversione del debito proposti dalla South Sea presentavano delle falle importanti e già nel marzo del 1720 metteva in guardia i sottoscrittori sul fatto che soltanto utili enormi potevano giustificare il prezzo corrente di quelle azioni. Inoltre, anche investitori relativamente modesti, come la duchessa di Rutland, parteciparono al mercato con la speranza di vendere prima del crollo dei prezzi, che ipotizzavano destinato ad avvenire prima o poi.

Delle pubblicazioni di Hutchenson colpiscono, in particolare, la chiara idea che soltanto grandi utili e dividendi futuri potessero sostenere i prezzi elevati e la successiva dimostrazione dettagliata del fatto che questi profitti fossero improbabili. Il caso di Hutchenson dimostra che un operatore esperto avrebbe potuto capire la falla nel sistema di conversione e che pubblicazioni all'epoca in circolazione contenessero analisi adeguate sull'effettivo valore delle azioni della Compagnia.

Timori di Hoare's per la sopravvalutazione

Come già visto, vi sono alcune evidenze a favore dell'ipotesi secondo cui Hoare's credesse che l'azione della South Sea fosse sopravvalutata, tuttavia, sono più prove indiziarie che definitive.

La banca elargiva prestiti a fronte di titoli e lo faceva in modo diverso a seconda del loro valore di mercato. In condizioni normali, le banche e gli intermediari prestano effettuando uno sconto sul valore dei beni usati come ipoteca, se si aspettano una futura diminuzione del loro valore.

Negli anni '20, ad esempio, gli intermediari hanno inasprito sempre di più le condizioni di concessione del credito, man mano che il mercato si avvicinava al suo picco, attendendo lo scoppio della crisi. I prestiti concessi a fronte di titoli da parte di Hoare's non sono direttamente confrontabili con i dati del 1920. Tuttavia, le stesse motivazioni che spinsero gli intermediari a aumentare i tassi sui prestiti nel '29, avrebbero potuto influire su Hoare's nel 1720, se avesse temuto una sopravvalutazione delle azioni della South Sea. Pubblicazioni dell'epoca, come quelle di Hutchenson, mostrano in dettaglio l'aumento dei tassi di interesse sui prestiti: questi aumentarono dal 5% annuo all'inizio del 1720, fino al 10% mensile ad aprile, per poi diminuire a settembre, fornendo un'immagine speculare delle variazioni del prezzo del titolo. Tutto ciò può indicare che gli operatori di mercato si stessero preparando a un crollo e usavano, per tutelarsi, gli stessi metodi utilizzati dagli intermediari di New York nel '29.

Prima del primo grande aumento dei prezzi, la banca erogava prestiti con uno sconto molto ridotto, ma agli inizi di marzo, quando la banca acquistava attivamente azioni, erogava prestiti ad uno sconto dal 12 al 15%, mentre quando i prezzi salirono fino quasi al 70% lo sconto si ampliò fino al 57%, infine, dopo il crollo di ottobre, la banca tornò alla precedente pratica di erogare prestiti al valore di mercato corrente o a sconti vicini a questo livello. Non riscontriamo differenze nelle caratteristiche dei probabili debitori o negli importi presi a prestito e, anche se non possiamo escludere differenze non registrate che spieghino le variazioni nel rapporto tra il valore di mercato e i valori scontati, possiamo osservare che Hoare's non era solita concedere prestiti a sconti simili prima della bolla.

3.6 Conclusioni

Il 27 Novembre 1721, giunse il momento per i soci di Hoare's di incassare gli utili. Henry Hoare, il senior partner, dispose il trasferimento di 21.000£ sul suo conto privato; Benjamin, il junior partner, ne trasferì 7.000. Queste non erano le normali distribuzioni annuali. Le operazioni svolte per conto della banca stessa erano state un successo fenomenale e probabilmente i soci guadagnarono, con le operazioni condotte tra il 1720 e il 1721, tanto quanto in tutti i 20 anni precedenti.

Il caso di un singolo investitore non può offrire informazioni generali sulla formazione delle bolle, tuttavia, Temin e Voth riescono a trarre alcuni risultati fondamentali. In primo luogo, i resoconti sensazionalistici sulla follia di massa e i comportamenti durante la bolla restituiscono soltanto una parte del quadro; Hoare's differiva in maniera sostanziale dagli investitori inesperti

che si dice abbiano dominato la speculazione, tuttavia ritenne redditizio partecipare, prima di uscirne in tempo, cavalcando la bolla.

In secondo luogo, i vincoli alle vendite allo scoperto, fondamentali per la spiegazione della dot-com mania, non ebbero un ruolo importante, poiché anche all'apice della bolla la banca continuò a mantenere notevoli investimenti.

In terzo luogo, la performance della banca probabilmente non fu determinata da informazioni privilegiate, benché la banca abbia seguito alcune operazioni della clientela.

In quarto luogo, da pubblicazioni dell'epoca si capisce che molti erano a conoscenza della sopravvalutazione e dell'impossibilità di mantenere alti i prezzi.

Infine, la prevedibilità del comportamento degli operatori, compatibile con interpretazioni basate sulla presenza di noise trader, fu fondamentale all'interno della crisi, infatti, quando i prezzi iniziarono a diminuire nel settembre 1720, gli investitori più sofisticati capirono che la bolla era scoppiata.

Bibliografia

- Carlos, A. M., Neal, L. (2006), "The micro-foundations of the early London capital market: Bank of England shareholders during and after the South Sea Bubble 1720-25", in *Economic History Review* LIX, 3 (2006), pp. 489-538.
- Giardina A., Sabbatucci G. e Vidotto V. (2001), "Profili storici, dal 1650 al 1900", vol. 2, Editori Laterza, Roma, pp. 9-12.
- Carswell, J. (1960), "The South Sea Bubble", Cresset Press, Londra.
- Ciampoli M. (2013), "La bolla dei mari del sud: tra speculazione ed irrazionalità", LUISS, Roma.
- De Luca G. (2012), "Le crisi finanziarie dalla tulipanomania alla bolla del 1987: lezioni dalla storia", in *Rendiconti di Lettere*, 146, pp. 111-138, Istituto Lombardo-Accademia di Scienze e Lettere, Milano.
- Hutcheson, A. (1720), "Collection of Calculations and Remarks Relating to the South Sea Scheme", Londra.
- Gennotte, G., Leland, H. (1990), "Market Liquidity, Hedging, and Crashes", in *American Economic Review*, 80 (5), pp. 999-1021.
- Prosperi, A., Zagrebelsky, G., Viola, P. e Battini, M. (2012), "Storia e identità, dall'età delle rivoluzioni alla fine dell'Ottocento", vol. 2, Einaudi, Torino.
- Temin, P., Voth, H.J. (2003), "Riding the South Sea Bubble", Working Paper Series, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.