

AI3



Vai al contenuto multimediale

Marco Mele

**Il mercato finanziario
tra crescita, comportamenti e instabilità**





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXIX
Giacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.giacchinoonoratieditore.it
info@giacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 4551463

ISBN 978-88-255-2438-3

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: aprile 2019

Indice

- 7 *Introduzione*
- 11 **Capitolo I**
Dalle origini alla crisi finanziaria del 1929
- 1.1. La nascita dei mercati finanziari, 11 – 1.1.1. *Alle origini della borsa*, 13 – 1.1.2. *La peculiarità di Wall Street*, 17 – 1.2. La fase di segmentazione e stallo, 18 – 1.2.1. *Gli effetti post-conflitto*, 22 – 1.3. La prima vera instabilità: il crollo di Wall Street, 23 – 1.3.1. *L'illusione creata da Wall Street*, 25 – 1.3.2. *L'inizio dell'instabilità e il crollo*, 28.
- 33 **Capitolo II**
Pre-post Bretton Woods: debito e sviluppo finanziario
- 2.1. Il debito e la finanza, 33 – 2.2. Bretton Woods e gli effetti sul mercato finanziario, 36 – 2.2.1. *Debito e finanza nascosti nelle scelte di Bretton Woods*, 38 – 2.2.2. *La non-limitazione dei movimenti di capitale*, 39 – 2.3. Il crollo di Bretton Woods e il ritorno della finanza, 41 – 2.3.1. *Il regime del dollar-Wall Street*, 44 – 2.3.2. *L'ascesa della borsa di Tokio*, 46 – 2.4. Gli anni '70 e lo sviluppo della finanza "creativa", 49 – 2.4.1. *La diffusione dei mercati a termine*, 49 – 2.4.2. *La finanza quantitativa e la rivoluzione di Black and Scholes*, 52 – 2.4.3. *La speculazione dei futures sugli indici azionari*, 55 – 2.5. Lo sviluppo della finanza digitale, 59 – 2.5.1. *La diffusione delle contrattazioni online*, 62.
- 63 **Capitolo III**
La finanza del comportamento
- 3.1. Il ruolo del comportamento, 64 – 3.2. I contributi alla finanza comportamentale, 66 – 3.2.1. *Le scorciatoie nelle decisioni: le euristiche*, 68 – 3.2.2. *Bias ed errori decisionali*, 73 – 3.2.3. *Il fenomeno home bias*, 77 – 3.2.4. *Errori e comportamento del gregge*, 78.
- 81 **Capitolo IV**
Teoria e crisi del 2007
- 4.1. I contributi teorici, 81 – 4.2. L'assenza di una teoria generale delle bolle finanziarie, 84 – 4.3. Una nuova grande crisi: i mutui sub prime, 87 – 4.3.1. *Le origini*, 87 – 4.3.2. *Le determinanti di breve periodo: il ruolo di Wall Street*, 90 – 4.3.3. *I mutui sub prime*, 92 – 4.3.4. *Lo scoppio della bolla immobiliare*, 94.

6 Indice

97 *Conclusioni*

99 *Bibliografia*

Introduzione

Affrontare lo studio del mercato finanziario nelle sue vesti di promotore della crescita ed al contempo determinante di instabilità di un sistema non può prescindere dal considerare il contesto in cui opera ed agisce, ossia quello economico. Già tale considerazione evidenzia, di per sé, la complessità del fenomeno dal momento che esso può essere considerato contemporaneamente un insieme e un sottoinsieme. Possiamo, pertanto, affermare che la finanza è anche un sottoinsieme dell'economia in quanto, l'economia stessa, contiene gli elementi della finanza e viceversa. Tuttavia, non è l'essere parte a sé stante o meno la caratteristica di questo campo di studio che ne rileva la complessità, ma gli attori che dall'economia alla finanza agiscono attraverso comportamenti.

Già nel 1919 l'economista e sociologo T. Veblen descriveva l'uomo economico come «[...] un globulo di desiderio che basa il suo agire sull'impulso di stimoli che lo spostano in giro ma lo lasciano intatto [...]». Di fronte a questa definizione gli operatori sarebbero in grado di poter ordinare i desideri in un contesto di non fallimento del mercato nonché attraverso un agire del tutto razionale. Ciononostante, è proprio nella dichiarazione di razionalità che la finanza, negli ultimi anni, sembra scoprire di essere un insieme e non solo sottoinsieme: gli agenti che in essa operano, infatti, agiscono frequentemente in maniera visibilmente irrazionale lasciandosi sopraffare da emozioni che molto spesso si muovono anche contro interessi personali. Eppure, la considerazione opposta di agenti economici-finanziari in possesso di razionalità ha permesso ai modelli di postulare situazioni tali per cui è possibile massimizzare l'utilità della collettività intera. Per anni, infatti, il concetto di razionalità nella letteratura accademica ha rappresentato la colonna portante della finanza riconducibile, specialmente, nella definizione di Fama (1970) all'ipotesi di efficienza del mercato. Per l'economista, in realtà, l'analista economico-finanziario coadiuva il mercato verso l'efficienza: se tutti gli investitori, di fatto, detenessero portafogli costituiti da indici di tipo azionario, si andrebbero a creare notevoli opportunità per ogni traders di ottenere vantaggi da tale situazione. Tuttavia, la preferenza congiunta di tali agenti verso questo mercato produrrebbe la scomparsa del vantaggio stesso, evidenziando in tal modo l'esistenza dei presupposti matematici dell'*Efficient Market Theory* di Fama.

A cospetto dell'evidenza empirica del suddetto contributo nonché di quello della *Random Walk Theory* (M. Kendall, 1953), una tale ipotesi di efficienza risulta inadeguata a descrivere la realtà effettiva del mercato finanziario. Basti pensare, infatti, alle numerose bolle e crisi speculative che hanno caratterizzato gli ultimi trent'anni. Esse hanno interessato le borse finanziarie di ogni paese e di certo non sono apparse quali deviazioni fortuite e/o occasionali dalla razionalità dell'*homo oeconomicus* quanto, invece, la prova che parlare di efficienza di mercati e di operatori razionali sia, in realtà, inesatto.

Efficiente o inefficiente, con razionalità o meno, qualunque sia la considerazione del mercato finanziario è indiscutibile il fatto che la sua continua crescita qualitativa-quantitativa ha sollevato numerosi interrogativi sul ruolo di tale mercato all'interno di un sistema economico. In particolare, se ipotizzassimo l'agire in condizione di razionalità il mercato finanziario permette, senza dubbio, l'allocazione delle risorse e quindi il loro utilizzo da parte degli operatori economici e pertanto, svolgendo anche il ruolo di determinante della crescita economica. In altre parole, possiamo affermare che, data la caratteristica attuale del nostro sistema economico, non è possibile registrare crescita senza l'esistenza di un sistema finanziario in grado di sostenerla e indirizzare il risparmio verso il capitale maggiormente produttivo. In aggiunta, la finanza svolge anche il delicato compito di ridistribuire il rischio al fine di evitare che esso rimanga concentrato in pochi individui o istituzioni. Come rilevano, infatti, A. Alesina e F. Giavazzi (2008) il mercato finanziario permette agli operatori economici di esporsi al rischio a seconda delle proprie preferenze e condizioni con il risultato di una maggiore crescita data da maggiori investimenti. Tuttavia, ciononostante, lo sviluppo ininterrotto dei mercati e delle istituzioni finanziarie sui dettami della liberalizzazione senza *lacci e laccioli* ha spinto il settore della finanza a muoversi nella direzione dell'instabilità e non efficienza. Secondo T. Philippon e A. Reshef (2007) il settore finanziario è cresciuto dal 1970 al 2007 in maniera eccessiva e questa rapida crescita è probabilmente dovuta alla numerose bolle formatesi nei mercati azionari e dei derivati — nonché immobiliari — negli ultimi 25 anni. Una crescita che, nella maggior parte dei casi, ha sempre registrato uno scostamento da quella reale. Le cause di ciò sono numerose e le si possono ritrovare nel cambiamento strutturale stesso del settore finanziario caratterizzato, dalla fine degli anni '70, da una professionalità/istruzione dei propri operatori che è cresciuta a ritmi superiore che nel resto dell'economia. Si è generata una sorta di circostanza logica per la quale la complessità dei modelli finanziari ha iniziato a creare i presupposti per la nascita dell'asimmetria informativa, poiché la conoscenza è iniziata ad essere il presupposto di pochi. Di fronte al nascere, quindi, di forme di fallimento del mercato non potevano mancare gli effetti avversi che in tale

situazione operano e che si sono tradotti in numerose crisi finanziarie fino a quella del 2007/2008 alla quale è susseguito il sentimento di sfiducia che rappresenta il retaggio di azioni umane lontane dal concetto puro di *homo oeconomicus*.

Questo lavoro, pertanto, si allontana dal solo obiettivo di descrivere degli eventi che hanno caratterizzato nel bene e nel male il mercato finanziario e con esso quello reale, ma cercherà di arrivare a tratteggiare fatti e situazioni come il risultato di comportamenti e scelte.

Dalle origini alla crisi finanziaria del 1929

Premessa

Scrivendo J.K. Galbraith «[...] Sono pochi i campi dell'attività umana in cui la storia conta così poco come nel mondo della finanza». Con questa frase l'economista di Harvard ha voluto porre l'accento sul fatto che, a differenza di altre discipline, la finanza pur avendo una storia sembrerebbe non aver mai imparato dalle esperienze passate. In realtà, il concetto risulta essere molto più complesso di quanto non lo si voglia far apparire. Più che non utilizzare gli insegnamenti provenienti dal passato, il campo dei mercati finanziari ha sempre agito in una sorta di parallelismo: situazioni che di per sé mostravano proprietà tipiche del passato, in realtà, celavano caratteristiche di unicità. Al massimo la storia della finanza è servita all'economia ed in particolare ai policy makers, per attuare meccanismi adeguati al fine di proteggere il benessere economico e sociale dagli errori provenienti dal mondo della finanza.

1.1. La nascita dei mercati finanziari

I mercati finanziari, intesi come l'insieme delle strutture attraverso cui avviene il trasferimento del risparmio di coloro i quali lo accumulano ai soggetti che invece lo richiedono, hanno origini antiche. Nonostante esista una diafrasi riguardo ai tempi e i luoghi attribuibili all'inizio della finanza, vogliamo seguire l'opinione di coloro i quali affermano che le basi di tale mercato furono poste intorno al XXIII secolo a.C. nella regione della Mesopotamia (G. Bogaert, 1966; D. Martone, F. Lazzaro, A. Morlando 2013). In particolare, A. Westenholz (1987) descrivendo una famiglia di prestatori di fondi fa ricondurre ad essa la prima fattispecie di intermediazione finanziaria tra operatori economici. Da quella data iniziarono a diffondersi numerosi gruppi di individui che operavano alla stregua delle banche-private, trasferendo il risparmio e generando prestiti. Nel XXI secolo a.C. tale consuetudine si affermò, specialmente, prima nella città di Nippur — considerato un vero e proprio piccolo centro finanziario — e successivamente, in quelle di Umma

e Ur (O. Bulgarelli, 2015). Queste ultime due città, di fatto, riunivano tutti i mercanti della zona al fine di accumulare il risparmio sotto un unico grande fondo da poter distribuire attraverso l'accensione di prestiti ai privati.

Negli scritti di B. Bromberg (1942), R. Harris (1960) e C. Saporetti (2002) si legge come anche i Templi, a partire dal II secolo a.C., assunsero al ruolo di creditori alla pari dei privati. Tuttavia, rispetto ai mercanti, nei luoghi sacri l'erogazione dei prestiti assunse la forma di aiuto sociale per l'acquisto di beni di sussistenza.

Ogni tipo di operazione svolta privatamente o nei Templi prese, con il passare del tempo, le sembianze di una vera e propria transazione finanziaria in quanto, ad ogni apertura di un credito, corrispondeva l'applicazione di una fattispecie di interesse che, per convinzione diffusa, era a scadenza annuale. Il tasso maggiormente applicato fu del 10%, ma non mancarono anche tassi superiori al 20% (O. Bungarelli, 2015). Crediti, debiti e saggi d'interesse furono, quindi, parte integrante delle economie nell'epoca dei Sumeri. Tuttavia, altri strumenti finanziari coadiuvarono la crescita economica ed in particolare, lo sviluppo del commercio dell'epoca. Come analizzò M. Silver (2006) l'aumento delle transazioni tra privati fu garantito dalla possibilità di poter compiere acquisti con pagamenti anticipati-posticipati o attraverso una prima forma di derivato. Negli articoli del Codice Esnunna e Hammurabi, infatti, gli studiosi E.J. Swan (2000) e E.J. Weber (2008) notarono la presenza di debiti differenti rispetto a quelli normalmente trattati nelle varie città delle Mesopotamia. Nella circostanza, si fece riferimento ad un soggetto il quale riceveva in prestito del metallo prezioso (argento) obbligandosi a consegnare in un futuro prestabilito, una certa quantità di orzo ad un tasso di cambio (argento/orzo) in vigore al momento della consegna dell'orzo.

Alla crescente attività d'intermediazione finanziaria della Mesopotamia fecero seguito quelle della Grecia nel V secolo a.C. e di Roma V-VI secolo a.C. In Grecia, in particolare, le *Lettere di Themistocle* (VI-V s.a.c.) descrivono l'azione di un trapezista (operatore cambio-valute) che deposita presso una banca privata di Corinto una ingente somma di talenti di argento per ottenere un premio dalla rinuncia alla liquidità. Con il crescere del commercio anche in Grecia iniziò a svilupparsi una rete d'istituti finanziari (banche) che avrebbero permesso alle relazioni economiche di ampliarsi. Di fatto, come dimostrano le orazioni di Demostene e Pasione (436 a.C.) nell'antica Grecia erano presenti attivamente oltre 33 istituti bancari volte ad agevolare le operazioni di erogazione di prestiti ai mercanti.

Nella Roma antica l'azione d'intermediazione finanziaria fu affidata, invece, ai cosiddetti *argentari* i quali svolsero il compito di cambio-valute. O. Bungarelli (2015) evidenzia come essi fossero insediati nel Foro Romano agendo come una sorta di banchieri privati. Solitamente appartenenti alle

classi meno agiate, gli *argentari* furono coloro i quali posero realmente le basi per lo sviluppo di una rete finanziaria all'interno del territorio di Roma a differenza dei senatori ed oratori che, invece, erano semplicemente degli uomini d'affari.

Il diffondersi di un sistema di intermediazione finanziaria nelle fattispecie di istituti bancari dalla Mesopotamia a tutto l'Occidente durò fino al VII secolo d.C. per poi presentarsi nelle vesti di veri e propri istituti bancari e finanziari a Genova nel 1100, quando vennero poste le basi per quello che diverrà il Banco di San Giorgio.

1.1.1. Alle origini della borsa

Sull'origine di un sistema finanziario più simile a quello contemporaneo non esiste una data precisa. Come luogo di contrattazione si richiama, solitamente, alle fiere medievali dove erano scambiate merci preziose — come stoffe e spezie — la cui consegna non era sempre immediata. La prima fiera fu quella della Champagne (1100–1200) specializzata nei tessuti di Fiandra, alla quale susseguirono la fiera di Lione e quella di Besançon, poi quelle di Piacenza e Genova e quest'ultima, in particolare, era caratterizzata prevalentemente dalla negoziazione di valuta estera. Tuttavia, queste fiere erano periodiche con cadenze da quattro a due volte l'anno mancando, pertanto, della caratteristica di mercato permanente e funzionante tutto l'anno. Soltanto intorno al 1500, quindi, si iniziano ad osservare le sedi delle prime vere borse organizzate. Come fa notare A.Concas (2013):

[...] nel corso della seconda metà del 1500 ed a seguire nei secoli successivi, fiorirono nel vecchio continente un certo numero di Borse, e fu proprio nel XVI secolo, che si iniziarono a sviluppare nei grandi centri — borsistici — operazioni di prestito a favore di monarchi, ed erano stati emessi una serie di titoli di debito pubblico negoziabili, che erano entrati a far parte degli affari di borsa, iniziando a negoziare le prime obbligazioni statali. Cominciarono anche le negoziazioni di quote di proprietà d'impresе, che erano state costituite in forma di società per azioni in virtù degli enormi guadagni conseguiti dalle compagnie coloniali sorte in Olanda e Inghilterra.

Se si considera, invece, il solo mercato della “borsa merci” alcuni studiosi affermano che esso fece la sua prima comparsa nel 1300 a Bruges. Di fatto, N. Sunseri (1998) afferma che nella città delle Fiandre si diffuse, tra i commercianti, l'espressione “andare à la Buerse” indicando che, con la contrattazione, si stava concludendo un affare finanziario. La consuetudine di tali mercanti fu istituzionalizzata nel 1309 con la nascita della Borsa di Bruges cui fecero seguito, quella di Amsterdam e Gand mentre, ad Anversa,

nacque il primo edificio concepito espressamente per *abritier* una borsa (E. Bani, 2008).

Sul modello di Anversa ed, in particolare, con l'istituzione della società per azioni della Compagnia olandese dell'India orientale Amsterdam divenne, in poco tempo, il centro di scambio delle quote di capitale trasferibili della zona. Tale sviluppo portò la città olandese a divenire, nella metà del 1700, un vivace centro finanziario internazionale: si contavano quotazioni di sei società per azioni, circa una trentina di fondi pubblici degli Stati Generali e del Governo inglese. In aggiunta, iniziò a diffondersi, anche rapidamente, delle forme di contrattazione a termine che ricordano le attuali opzioni di acquisto e/o vendita.

Anche in Inghilterra, così come in Belgio ed Olanda, il mercato finanziario alla fine del XVIII sec. iniziò a porre le basi per quello che sarebbe divenuto uno dei principali centri di contrattazione mondiale. Nel 1694 nacque la Borsa di Londra caratterizzata, sin da subito, dall'emissione di obbligazioni governative essenziali per il finanziamento delle guerre e della spesa pubblica in generale. La crescita della nuova borsa, conosciuta con il nome di *Royal Exchange*, fu rapida: nel 1720 si registrarono oltre 200 nuove società quotate con un'elevata partecipazione di acquisti e vendite da parte degli operatori finanziari. Tuttavia, nel giro di pochi anni, iniziarono a manifestarsi i primi segni d'instabilità che un mondo nuovo, come quello della finanza, stava generando all'interno del sistema economico britannico. Di fatto, agli inizi del 1800, la borsa di Londra iniziò a mostrare i primi segni della sopravvalutazione delle azioni che portò, di fronte al gioco della speculazione, ad un crollo azionario. Tal evento condusse le autorità governative a porre delle prime forme di regolamentazione a questo nuovo mercato introducendo il *Bubble Act*. Con esso s'impediva la costituzione di società per azioni senza l'autorizzazione regale. Tuttavia, questa forma di pianificazione finanziaria mostrò presto gli affetti avversi in quanto limitò le fonti di approvvigionamento del capitale da parte delle società portando, nel 1824, alla sospensione del *Bubble Act*. Con tale abrogazione si innescò una serie di processi che sarebbero diventati caratterizzanti anche del mercato finanziario odierno: la crescente capitalizzazione delle società quotate in borsa coadiuvò, nel 1856, l'introduzione della responsabilità limitata; furono fissati dei valori nominali alle azioni che permisero, nel giro di trent'anni, la sottoscrizione di quote anche a nuovi acquirenti.

Di rilevanza, per il mercato londinese, fu l'invenzione del telegrafo giacché trasformò il mercato finanziario da provinciale, a interregionale. Di fatto, se prima di tale invenzione città quali Manchester, Glasgow ed Edimburgo erano rimaste oscure alle quotazioni di Londra, alla fine del XIX secolo — grazie alle linee dedicate al telegrafo — il mercato delle obbligazioni conobbe uno sviluppo senza precedenti: le contrattazioni passarono come

messaggi di acquisto e vendita da appena 290 ad oltre 1800, per poi arrivare ad oltre 100.000 con l'introduzione del telefono (L. Allen, 2002). Così, dal 1910, la Borsa londinese arrivò a registrare circa 10,7 miliardi di sterline come titoli scambiati, un valore che equivaleva ad un terzo di quello mondiale (L.B. Vicentini, 1998).

In Francia, invece, l'istituzione della Borsa di Parigi avvenne nel 1724 nella sede di *rue de Vibiennne*. A differenza di quella londinese essa era governata dall'azione di circa sessanta agenti di cambio che mediavano tra il risparmio e l'investimento. Le società quotate erano poche, così come la loro capitalizzazione all'interno di questo mercato era molto bassa. La causa di tale fenomeno è da ricercarsi nella caratteristica degli investitori stessi francesi: preferivano l'acquisto di proprietà immobiliari e terreni alla mera speculazione borsistica. Soltanto intorno alla metà dell'Ottocento venne attribuita una certa importanza al mercato dei capitali tra i risparmiatori. Tale cambiamento di atteggiamento permise alle imprese, soprattutto quelle siderurgiche, di collocare i propri titoli riuscendo, quindi, a trovare fonti di finanziamento per la loro crescita: se nel 1815 si contavano non più di 5 titoli quotati, nel 1840 essi salirono a circa 270 (L.B. Vicentini, 1998). Il cambiamento nel settore finanziario avvenne anche per quanto concerne l'attività degli agenti di cambio. Infatti, se durante gli anni della Rivoluzione francese chiunque poteva svolgere l'attività di agente di cambio — in quanto le licenze venivano liberamente acquistate — la necessità di una figura professionale portò, intorno alla fine del 1800, alla fondazione della *Compagnie des agents de change*. Essa nominava coloro i quali potevano partecipare al processo di formazione dei prezzi e dei cambi nelle differenti aree della borsa, con la sola restrizione di non poter contrattare le stesse azioni per fini personali. La specializzazione degli agenti e le minori perdite che essi garantivano ai risparmiatori coadiuvarono la crescita della borsa di Parigi: in poco tempo oltre il 40% del risparmio fu investito proprio in titoli azionari. Tuttavia, lo spostamento degli investimenti dai beni reali a quelli finanziari coadiuvò il sorgere della pura speculazione, derivante dall'aumento di fiducia da parte degli operatori economici: furono quotate, in pochi anni, oltre 500 *sociétés en commandite*, numerose azioni minerarie e siderurgiche.

In Italia, invece, lo sviluppo del mercato finanziario fu caratterizzato, in assenza di uno stato, dall'eterogeneità. Ciononostante, già durante il Medioevo e il Rinascimento si erano sviluppati dei mercati organizzati pubblici come il Mercato di Firenze o il Rialto di Venezia. Fu proprio in quest'ultima città, nel 1600, che nacque, molto probabilmente, la prima vera borsa valori del vecchio Continente. Essa era la prima *non borsa merci* cui fece seguito quella di Trieste nel 1775, di Roma nel 1802, di Milano e di Firenze entrambe nel 1808, di Napoli nel 1810, di Torino nel 1850, di Genova nel 1855, di Bologna nel 1861 e di Palermo nel 1862.

Come descritto da G. Siciliano, F. Coltorti e G. Piluso (2011):

[...] nella seconda metà del XIX secolo l'attività delle borse valori italiane è funzionale quasi esclusivamente alle esigenze di collocamento e di creazione di mercati secondari liquidi per i titoli pubblici. L'unificazione portò a un'esplosione del fabbisogno finanziario dello Stato, a causa dell'ambizioso programma piemontese d'infrastrutture legato soprattutto alla realizzazione di linee ferroviarie, per la cui copertura il nostro paese dipendeva in larga misura da investimenti esteri. Lo Stato era dunque il principale attore dei listini borsistici, sia come emittente di titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie che furono fra le prime imprese ad essere quotate sui listini di borsa italiani.

Tale caratteristica, unita al fatto che l'Italia presentava un forte ritardo nell'industrializzazione rispetto agli altri paesi europei, fece sì che solamente 20 società potessero essere presenti nelle liste di quotazione del listino di Milano. Si dovette, pertanto, aspettare il 1901 e il 1905 affinché la borsa italiana iniziasse a registrare una crescita nel numero di società quotate.

Lo sviluppo del sistema finanziario e delle sue sale di contrattazione sembrerebbe esser stato una vera prerogativa del Vecchio Continente. Di fatto, la sua evoluzione è avvenuta in maniera differente, ma allo stesso tempo contemporanea, nei vari paesi d'Europa a partire proprio dal 1500. Si dovrà attendere il 1792 affinché, dall'altra parte dell'oceano, negli Stati Uniti d'America prendesse vita quella che sarebbe divenuta la principale piazza di contrattazione finanziaria del Mondo, conosciuta con il nome "The Big Board", il New York Stock Exchange — NYSE — situato nella nota strada di Wall Street. Tuttavia, anche negli USA, una fattispecie di borsa merci si sviluppò già nel 1635 quando iniziarono a proliferare numerosi scambi commerciali nella zona della *Lower Manhattan*. In seguito, ed in particolare nel 1653, nell'ancora *New Amsterdam* gli olandesi che si erano trasferiti in quest'area per gestire gli affari economici, di fronte ad una possibile guerra tra Olanda ed Inghilterra, decisero di delineare uno spazio per rinforzare le difese contro possibili attacchi, edificando un muro di legno la cui arteria costeggiante divenne, di lì a breve la strada finanziaria più famosa del mondo.

La caratterizzazione economica di tale arteria conobbe la sua prima fase di ascesa nel 1709. In questa data fu collocato un grande mercato che occupò la strada fino a quasi tutto il '700. La zona divenne, in poco tempo, molto popolare ed un luogo di ritrovo tra commercianti: di lì a poco sarebbero sorti, in realtà, forme stabili d'incontro tra la domanda e l'offerta, riconducibili ai negozi al dettaglio e ai primi magazzini dove i commercianti potevano accumulare le scorte.

Un successivo passaggio nello sviluppo della Borsa di New York si ha 1792. Nel *Corre's Hotel*, ventiquattro tra i più importanti commercianti

e uomini d'affare dell'arteria cittadina, s'incontrarono segretamente per discutere su alcune riforme che avrebbero reso più sicuri gli affari, giacché il gruppo andava specializzandosi nella mediazione di strumenti finanziari in particolare, della forma di obbligazioni. Tuttavia, si stavano gettando le basi per un mercato imperfetto caratterizzato da barriere all'entrata che avrebbero evitato la concorrenza di altri intermediari e banditori d'asta presenti in altre zone della città. Fu così che, il 17 maggio del 1792, all'altezza del n. 70 dell'attuale Wall Street, questi uomini d'affare firmarono il *Button-wood Agreement*: tale documento, riconosciuto come l'origine del *New York Stock Exchange*, era una sorta di accordo plurilaterale esclusivo tra i firmatari. In tale atto furono fissate le commissioni ed imposti i limiti all'agire di ciascun contraente come, ad esempio, quello di non aderire ad altre aste di titoli differenti da quelle stabilite nell'accordo. Con esso si ebbe, pertanto, la nascita della prima organizzazione di scambi azionari a New York (H. Melville, 1853; E. Homberger, 2005).

Alla fine del XIX secolo al numero 10-12 di Broad Street venne completato l'edificio immagine della contrattazione stessa della borsa di New York che avrebbe spostato ogni azione finanziaria ed economica dalle strade e dai bar, in una solida sede. In realtà, fu dal devastante incendio del 1935 che distrusse gran parte della *lower Manhattan* e con l'acquisto di terreni adiacenti da parte della NYSE che si gettarono le basi per porre l'incrocio tra Wall Street e Broad Street al centro della finanza mondiale.

1.1.2. La peculiarità di Wall Street

Il giovane mercato finanziario di New York in poco tempo crebbe a ritmi sorprendenti. Infatti, se nei primi anni '30 del XIX secolo il volume di contrattazioni su titoli obbligazionari ed azionari non superò le mille unità, alla fine dello stesso periodo le riforme messe in atto permisero di registrare oltre un milione di operazioni. Tale successo lo si può ricercare nella mutazione avvenuta sia, sul tipo di prodotto quotato, sia sulle società che ivi partecipavano al nuovo mercato finanziario. Di fatto, all'inizio Wall Street era solamente un luogo in cui potevano essere acquistati e venduti obbligazioni "statali" o quelle delle società facenti parte del famoso circolo ristretto. L'apertura a nuovi membri, la possibilità di poter ricercare capitali anche in forme azionarie, la riduzione dei tempi di pagamento delle transazioni da dodici e sei mesi, rappresentarono tutte determinanti per la crescita della Borsa di New York.

Così come accadde per gli altri mercati finanziari del vecchio continente, la rivoluzione nei mezzi di comunicazione rappresentò un elemento chiave anche per lo sviluppo di Wall Street. La neonata Teleborsa, in particolare, era in grado di fornire una rilevazione costante dei prezzi dei titoli agevo-

lando, pertanto, la domanda e l'offerta degli stessi: fu permesso, così, la partecipazione alle contrattazioni anche a coloro che fisicamente non potevano essere presenti alla Borsa. Si andarono tracciando, allora, nuove forme d'intermediari finanziari i quali, come privati mediatori e sempre per conto dei soci, iniziarono a studiare l'andamento e i titoli anche in luoghi lontani dalle sale di contrattazione, ricercando, perciò, i clienti nelle zone più varie di New York. Il telefono permise, quindi, di creare un mercato più ampio, anche se il numero di soci che potevano quotare i titoli, benché aumentato, rimase pressoché limitato a circa 1100 agli inizi del 1900. Tale caratteristica della Borsa di New York portò, a differenza di quanto accadde per le Borse di Londra e Parigi, al nascere di piazze finanziarie rivali all'interno della stessa città. Furono creati, quindi, mercati in grado di trattare titoli non a listino che sarebbero stati l'artefice, nel 1908, del New York Curb Agency prima, e del New York Curb Market successivamente (L. Allen, 2002).

La concorrenza interna ed esterna alla Borsa di New York generò, come effetto, quello che gli stessi titoli contrattati nella piazza di New York fossero negoziati anche in altre borse con prezzi differenti. Tale situazione portò ad una prima fattispecie di disallineamento dei prezzi dei titoli e quindi, a forme di arbitraggio obbligazionario e azionario. Quindi, nel 1912 il 53% delle transazioni furono registrate nella Borsa di New York, il restante 48% fuori da essa e precisamente in 22 città. Questa apertura del mercato finanziario del Nuovo Continente, tuttavia, scontò la caratteristica di essere ancora un mercato per soci (appena 105 società di mediazione) che, se da una parte limitò il potenziale stesso di tale borsa, dall'altra ne delineò la caratteristica di selettività sulle società quotate. Infatti, i soci furono sempre riluttanti nel quotare società e titoli obbligazionari di dimensioni ridotte, così come determinate compagnie (petrolifere e minerarie in primis) ritenute poco affidabili. Tali scelte selettive, comunque, portarono ad un netto sorpasso nel volume di quotazioni tra la Borsa di New York e quella, ad esempio, di Londra: nel 1919 la prima, ammontava a circa 25 milioni di dollari; la seconda ad appena 1,5 milioni di sterline. La scelta esclusiva dei soci di Wall Street coadiuvò la nascita delle grandi "Società per Azioni" nel territorio statunitense. Attraverso un processo di fusione le piccole imprese riuscirono, finalmente, ad essere quotate nei listini newyorchesi. Società, queste, che nel giro di pochi anni, in base alle loro caratteristiche, sarebbero divenute le protagoniste del Dow Jones e del Nasdaq.

1.2. La fase di segmentazione e stallo

Il sistema finanziario, come abbiamo visto, è andato nel corso degli anni sviluppandosi a macchia d'olio dall'Europa agli Stati Uniti d'America. La

graduale trasformazione dei sistemi di comunicazione permise alla finanza di non essere più considerata alla stregua dei confini nazionali ma, gradualmente, un fenomeno dirompente a livello internazionale. Tuttavia, l'iter di questa prima forma di *globalizzazione finanziaria* andò a scontrarsi, nel periodo delle due guerre mondiali, con la necessità da parte di tutti i paesi belligeranti di organizzare una finanza di guerra. I sistemi finanziari, quindi, si piegarono alle rigide scelte dei policy maker volte alla pianificazione dell'economia. Il mercato finanziario fu utilizzato per spostare le risorse economiche verso comparti dell'economia necessaria allo Stato. Gli effetti di tali manovre si tramutarono in una vera e propria *repressione finanziaria*, poiché, l'investitore non dispose più liberamente del proprio portafoglio sia, per quanto riguarda le scelte, sia per i modi con cui esse potevano essere prese.

La difficoltà per gli operatori finanziari di agire liberamente sui mercati, data dal fatto che l'equilibrio tra risparmio ed investimento venne veicolato verso altri bisogni differenti da quelli privati, determinò lo stallo della finanza. In realtà, si andò delineando — all'inizio della prima grande guerra mondiale — una situazione nella quale i trader non potevano né vendere, né comprare alcun tipo di azione contrattata in qualsiasi mercato generando, pertanto, effetti peggiori anche delle perdite finanziarie stesse.

Con l'inizio della prima guerra mondiale lo sviluppo del mercato finanziario conobbe, pertanto, una prima fase di rallentamento. Il 30 luglio 1914, infatti, il *New York Stock Exchange* fu chiuso per eccesso di ribasso fino alla fine del mese di dicembre dello stesso anno.

Nello stesso periodo in cui il NYSE venne bloccato nelle contrattazioni, il *Dow Jones*, l'unica borsa rimasta operativa, continuò a raccogliere richieste caratterizzate da pochi acquisti e tante vendite.

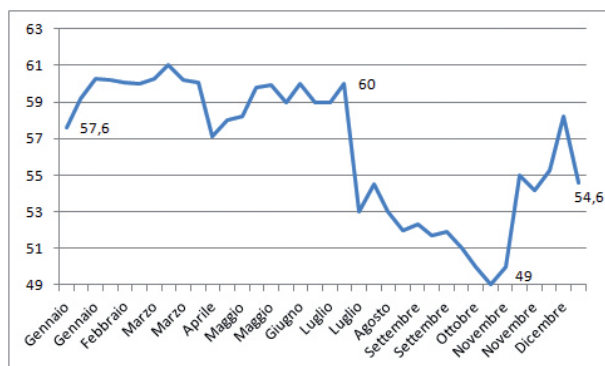


Figura 1.1. Dow Jones Industrial Average (Actual). Fonte: Fred S. Louis, Dow Jones Industrial Average Data.

Come mostra la figura 1.1, l'instabilità della guerra generò effetti negativi sulla media dei prezzi. Già dall'inizio del mese di luglio del 1914, le aspettative negative dell'instabilità del Vecchio continente si erano riflesse sul mercato del Dow Jones facendo crollare i prezzi da 60 dollari, ad un minimo di 40 all'inizio del mese di novembre dello stesso anno. Tale risultato è molto interessante: il crollo del *DJ* avviene a meno di due mesi dalla riapertura della borsa di New York coincisa, infatti, con il fenomeno del rimbalzo finanziario nello stesso mese di dicembre anche sul Dow Jones. La spiegazione sul perché il NYSE riaprì in piena guerra mondiale, mentre l'indice del DJ soffrì per soli cinque mesi, può essere ricercata nell'atteggiamento mondiale dei trader. Essi, infatti, dopo una prima fase caratterizzata da panico e paura decisero di sfruttare le opportunità che la prima guerra mondiale poteva generare nel comparto economico statunitense: le aziende americane, infatti, iniziarono a diversificare la loro produzione indirizzandola verso quella di beni industriali e materiale bellico. Di fatto, una volta che tale informazione si diffuse omogeneamente tra gli investitori, il mercato finanziario iniziò nuovamente a registrare profitti e fasi di espansione (fig. 1.2).

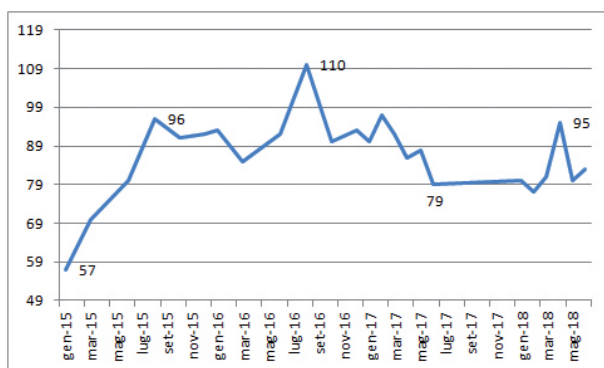


Figura 1.2. Dow Jones Industrial Average (Actual). Fonte: Fred S.Louis, Dow Jones Industrial Average Data.

Sui mercati europei, invece, l'effetto della prima grande guerra mondiale risultò essere maggiormente dirompente. Già prima dell'inizio del conflitto le tensioni che andavano registrandosi nel Vecchio Continente nel 1914 si riflessero sui mercati degli scambi dei titoli. In realtà, tale situazione, rappresentò un preludio di quanto, di lì a poco, sarebbe successo in termini di distruzione. Dal mese di giugno 1914, infatti, l'allocazione del risparmio sulle piazze finanziarie iniziò a registrare profonde perdite. Esse divennero via via maggiori man mano che ci si avvicinava all'ultima decade del mese di luglio. Orbene, al fine di evitare la distruzione del valore dei titoli quasi tutte le piazze europee posero, per la prima volta, una sorta di *stop loss*