



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra: Storia dell'economia e dell'impresa

LE CRISI FINANZIARIE
TRA ELEMENTI COSTANTI E PECULIARITA'.
ANALISI COMPARATA TRA LA BOLLA DEI TULIPANI
E LA CRISI DEI MUTUI SUB-PRIME.

Relatore
Prof. Rita Mascolo

Candidato
Giacomo Pernazza
Matricola
209301

ANNO ACCADEMICO: 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1 - L'OLANDA NEL SECOLO D'ORO.....	5
1.1 – IL CONTESTO POLITICO-ECONOMICO DELL'OLANDA NEL SECOLO D'ORO	5
1.2 – LA RELIGIONE NEL SECOLO D'ORO.....	9
1.3 – CULTURA OLANDESE: FORTE BORGHESIA DEDITA ALLO STUDIO	12
1.4 – ECONOMIA OLANDESE NEI TRE PRINCIPALI SETTORI	14
1.5 – ESPANSIONE DEI TRAFFICI MARITTIMI E LA VOC	17
1.6 – L'ARRIVO DEL TULIPANO IN OLANDA	22
CAPITOLO 2 – LO SVILUPPO DI UNA CRISI FINANZIARIA E LA BOLLA DEL 1636 IN OLANDA	25
2.1 – LA NASCITA DI UNA CRISI	25
2.2 – IL MODELLO DI MINSKY	27
2.3 – DINAMICHE DI UNA CRISI FINANZIARIA SECONDO LA TEORIA DI KINDLEBERGER E DI DOW ...	33
2.4 – LA CRISI DEL 1636/7 IN OLANDA.....	39
CAPITOLO 3 – LA BOLLA DEL 2007 E UN CONFRONTO CON LA CRISI OLANDESE	44
3.1 – LA CRISI DEI MUTUI SUB-PRIME	44
3.2 – I MECCANISMI DI PROPAGAZIONE DELLA CRISI	50
3.3 – UNA CRISI INTERNAZIONALE.....	54
3.4 – COMPARAZIONE DELLE CRISI FINANZIARIE E CONSEGUENTI LEZIONI PER IL FUTURO	55
CONCLUSIONI	58
BIBLIOGRAFIA	60

Introduzione

Nella storia delle crisi finanziarie il comportamento irrazionale degli agenti, dagli investitori agli speculatori, dalle banche alle imprese ed alle varie istituzioni finanziarie, ha svolto un ruolo fondamentale.

L'analisi dello sviluppo e delle caratteristiche delle crisi attraverso gli studi di storia economica e di altre branche scientifiche, come la psicologia applicata all'analisi dei comportamenti degli individui all'interno del mercato, è quindi di grande importanza ed offre un contributo fondamentale per delineare il concetto di razionalità di mercato.

In particolare, in questa analisi, si approfondirà la nascita e lo sviluppo di due crisi finanziarie molto lontane nel tempo: la più antica, la bolla dei tulipani del 1636 in Olanda; la più recente, la crisi dei mutui sub-prime iniziata nel 2007 negli Stati Uniti d'America. Per ciascuna delle crisi verrà fornito un quadro d'insieme, descrivendo il contesto storico e socioeconomico nel quale esse si sono sviluppate ed i fattori scatenanti.

Si procederà cronologicamente, partendo dalla descrizione del sistema politico-economico olandese del Seicento e procedendo poi alla descrizione dello sviluppo e delle caratteristiche della c.d. "crisi dei tulipani".

Saranno quindi presi in esame, nel secondo capitolo, alcuni modelli di analisi teorica, come quello di Minsky¹, per comprendere più a fondo gli elementi comuni a diverse crisi finanziarie. Si esamineranno, inoltre, le varie fasi delle crisi secondo l'approccio di Dow e Kindleberger², distinguendo le fasi di *displacement*, *euforia*, *financial distress* e *revulsion*.

Nel capitolo finale si indagherà la crisi del 2007, inquadrandola nel diverso contesto storico e socioeconomico e considerando, in particolare, i profili ritenuti più rilevanti dai modelli di analisi teorica.

Ciò consentirà di proporre infine, con tutte le cautele imposte dalle profonde differenze di contesto, una comparazione tra gli elementi più rilevanti delle due crisi, per evidenziarne similitudini e differenze.

¹ Minsky, H. P. (1987). *Stabilizing an Unstable Economy*, *A Twentieth Century Fund Report*. *Political Science Quarterly*, 102(4), 722.

² Kindleberger, C. P., & Grossi, F. (1981). *Euforia e panico: storia delle crisi finanziarie*. Laterza.

L'obiettivo è quello di fornire, grazie ai contributi storici, una chiave di lettura delle crisi, per metterne in luce le cause, lo sviluppo, la propagazione e le potenziali contromisure, ed offrire elementi su cui ragionare sulla situazione attuale e da cui desumere, forse, alcune indicazioni per il futuro.

Capitolo 1 - L'Olanda nel secolo d'oro

1.1 – Il contesto politico-economico dell'Olanda nel secolo d'oro

L'Olanda ha avuto la sua principale fase di sviluppo economico e commerciale tra il sedicesimo e il diciassettesimo secolo. Questo periodo storico è conosciuto in Olanda come il Golden Eeuw, il cosiddetto “Secolo d'oro”, nel corso del quale alcuni campi come quello delle scienze, della letteratura e del commercio vennero sviluppati esponenzialmente. L'espansione economica olandese fu frutto di molteplici fattori che portarono ad uno sviluppo dei commerci con l'estero e allo stesso tempo di una fiorente economia interna.

L'Olanda nel diciassettesimo secolo era un paese anomalo nel contesto europeo. Era l'unico Paese non colpito dalla stagnazione economica, grazie anche alla liberazione dal dominio della Spagna, che le consentì, in alcuni settori, di trovare modi per competere con gli altri più grandi e più potenti Paesi.

Inoltre, era caratterizzato da peculiarità sia rispetto alla situazione religiosa e sia riguardo alla struttura sociale e politica.

Per comprendere lo sviluppo olandese durante il diciassettesimo secolo, bisogna però fare un passo indietro. Il successo olandese nel raggiungere la propria indipendenza fu reso possibile grazie alla vittoria sulla Spagna nella celebre guerra degli ottant'anni (1568-1648), che, senza ombra di dubbio, fu uno degli eventi storici che caratterizzarono il XVI e il XVII secolo all'interno del panorama europeo. Ci furono altre ribellioni che crearono diversi problemi alle più grandi potenze dell'epoca, ma nessuna di queste sfociò nella nascita di un paese indipendente. Si verificarono certamente altre guerre all'interno dell'Europa, ma nessuna portò alla formazione di uno stato solido come l'Olanda. La grande maggioranza delle prime guerre moderne portarono alla distruzione fisica o alla rovina finanziaria dei Paesi che ve ne presero parte, indipendentemente dal fatto che essi fossero dal lato dei vincitori o dei perdenti; la rivolta olandese, invece, coincise con la fioritura economica del paese e la sua espansione internazionale.

Ci fu un vero e proprio boom per l'economia olandese, dovuto ad un aumento consistente dal punto di vista demografico, anche a causa degli ingenti movimenti migratori provenienti da tutta Europa. Numerosi imprenditori ampliarono le loro attività

commerciali, oltrepassando i confini nazionali e sfruttando le colonie sotto il controllo olandese. Anche per le arti e scienze fu un periodo di eccezionale fioritura.

Questo apparente paradosso è stato descritto e citato più volte da famosi storici come Aitzema, che lo riferisce nei seguenti termini: “*War is ruinous for other countries, but it did strengthen the United Provinces in its trade, riches, and power, it did improve its territories and cities, and those funds extracted from the common people seemed to return by other ways again, like the waters which are transported by the rivers into the sea and which are returned by nature to its resources in a way unknown to us*” (letteralmente: “La guerra è rovinosa per altri paesi, ma ha rafforzato le Province Unite (Paesi Bassi) nel commercio, in ricchezza e potere, ha migliorato i loro territori e le città, e il denaro che veniva confiscato alla gente comune tornava in altri modi, come le acque che vengono trasportate dai fiumi nel mare e che sono restituite dalla natura alle loro sorgenti in modi a noi sconosciuti”)³.

Anche se la guerra fu sicuramente dispendiosa per i Paesi Bassi, i vantaggi di cui poté godere il paese nei decenni successivi riuscirono a compensarne le spese.

Al fine di costruire uno Stato solido, per l’Olanda fu necessario conquistare l’indipendenza territoriale, senza però rinchiudersi all’interno dei propri confini nazionali. Il paese che ne scaturì fu orientato alla promozione del commercio e dell’industria; lo Stato forniva protezione contro le incursioni ostili da parte dei paesi confinanti e non, assicurando il benessere interno dei cittadini che vi risiedevano, indipendentemente dal loro background culturale, dalla loro etnia e dalle loro convinzioni religiose. Dal punto di vista dell’integrazione sociale, l’Olanda rappresentava una nazione avanguardista per l’epoca. Lo Stato neoformato possedeva una struttura con forti istituzioni militari sostenute da un gran numero di soldati. Generalmente la presenza di truppe portava sofferenza e insicurezza alla popolazione, a causa dei non poco frequenti angherie dalle stesse perpetrate, ma, anche a questo proposito, le forze armate olandesi rappresentarono un’eccezione. I soldati si comportarono in modo disciplinato principalmente perché l’esercito fu pagato per tempo durante la guerra e negli anni successivi. Invece di causare distruzione, la cospicua spesa per la guerra rappresentata dalla paga dei soldati, dagli stabilimenti navali, dalle fortificazioni e dai pagamenti di

³ Van Aitzema, L. (1994). *Historie of Verhael van saken van staet en oorlogh, in, ende ontrent de Vereenigde Nederlanden*. (Vol. 4). I. Veely.

interessi su prestiti, stimolò proficuamente la domanda di beni. Nel complesso i benefici portati dalla guerra nei Paesi Bassi settentrionali andarono ben oltre il successo militare. Lo sviluppo di una potente flotta fu fondamento dello sviluppo del commercio coloniale che contraddistinse l'Olanda per i secoli successivi e la rese famosa in tutto il mondo con la Compagnia delle Indie Orientali.

Non si può, però, asserire che l'età dell'oro fu un effetto diretto scaturito interamente dalla guerra di indipendenza, poiché furono molteplici i fattori che portarono ad un'evoluzione così importante.

In termini storici la rivolta olandese intercorsa tra il 1568 ed il 1648 (più conosciuta come Guerra degli ottant'anni o Guerra d'indipendenza olandese), oltre che a causa dei contrasti fra la Spagna e le province olandesi dovuti al controllo stringente imposto dagli spagnoli, scaturì dal conflitto religioso. La Spagna, che all'epoca teneva sotto il suo controllo molteplici colonie fra cui l'Olanda, aveva imposto in tutti i territori il cattolicesimo come unica professione religiosa ammessa. Ciò creò fortissime resistenze nelle province olandesi, coinvolte dalla riforma protestante.

Inoltre, nei decenni precedenti la guerra gli olandesi divennero sempre più insofferenti nei confronti delle regole imposte dalla Spagna, tra cui in particolare la pesante tassazione che colpiva la popolazione delle province.

La guerra vide fronteggiarsi le Province Unite, che allora includevano anche l'odierno Belgio, supportate dall'Inghilterra (al tempo era la rivale principale della Spagna) e la Francia contro l'impero spagnolo. Fu una delle guerre più sanguinose che la storia ricordi, in cui si contarono circa otto milioni di morti. Si concluse solo dopo ottant'anni con l'accordo di pace di Vestfalia nel 1648 composto da due trattati, il Trattato di Munster ed il Trattato di Osnabruck.

Per le province olandesi gli elementi più rilevanti dei trattati erano rappresentati dal loro riconoscimento come stato indipendente e dal diritto dei Paesi Bassi di adottare una politica religiosa autonoma.

La nuova Repubblica era una confederazione di sette province, che seppur venivano considerate come un unico Stato, erano indipendenti e avevano dei loro governatori. L'Olanda poteva essere considerato uno paese con un sistema politico federale, governata dagli "Stati Generali".

FIG 1.1 – Mappa raffigurante la Repubblica olandese nel 1650



Map 0.1 Map of the Dutch Republic around 1650

[Fonte: Hart, M. T. (2014). *The Dutch wars of independence: warfare and commerce in the Netherlands 1570-1680*. Routledge.]

Essi prendevano decisioni in merito di affari esteri, di dichiarazioni di guerra e dei trattati di pace, oltre che in materia di tassazione e controllare l'esercito olandese. Quindi, gli Stati Generali si occupavano esclusivamente di tutte quelle questioni che riguardavano

gli affari esteri e tutte le questioni comuni alle sette province. Era concesso un voto per ciascuna provincia e ognuna di esse poteva mandare un numero indefinito di rappresentante. I rappresentanti venivano scelti autonomamente dalle province ed erano cariche con un tempo limitato. Il centro delle decisioni più importanti che venivano prese dal governo era situato all'Aia, in quello che si può considerare il parlamento olandese ovvero il palazzo Binnenhof.

Come si può osservare, la mappa sopra riportata (Figura 1.1) rappresenta l'Olanda dopo il raggiungimento dell'unità. Nel 1650, però, il territorio non era come quello che si conosce oggi, seppure molto simile. Emerge difatti che Maastricht non era ancora collegata con il resto del paese; d'altronde, vi erano alcuni territori a sudovest che sono parte dell'odierno Belgio.

La Repubblica olandese contava sette province indipendenti fra di loro, e ciascuna di esse possedeva una propria capitale. Per ordine d'importanza l'Olanda era così suddivisa: la Contea d'Olanda (con capitale Aia), la Contea di Zelanda (Middelburg), la Signoria di Frisia (Leeuwarden), la Signoria di Overijssel (Zwolle), la Signoria di Lande (Groninga), il Ducato di Gheldria (Arnhem) e la Signoriadi Utrecht (Utrecht).

1.2 – La religione nel secolo d'oro

Fino al diffondersi della riforma protestante agli inizi del XVI secolo, il cattolicesimo era la religione predominante in Olanda.

Il XVI secolo e gli inizi del XVII secolo furono caratterizzati dalla riforma protestante che influenzò in maniera radicale la storia dei Paesi Bassi. Iniziarono proprio in quel periodo i contrasti tra gli spagnoli cattolici e gli olandesi calvinisti che portarono poi alla guerra degli ottant'anni. A causa della dominazione spagnola, il cattolicesimo era la religione ufficiale imposta dagli spagnoli in Olanda fino allo scoppio della Guerra degli ottant'anni. Il raggiungimento della libertà religiosa era una delle principali ragioni dello scoppio della rivolta olandese. Di conseguenza una volta acquisita l'indipendenza, lo stato olandese decise di adottare un clima di tolleranza verso coloro che professavano religioni diverse da quella cattolica, in particolare sia cristiani protestanti che ebrei.

La religione assume un aspetto fondamentale per l'Olanda del XVII secolo.

L'Olanda sin da quel periodo è stata caratterizzata da una considerevole libertà di pensiero e di pratiche religiose

Il protestantesimo, nella forma del luteranesimo, non fu accolto da un numero significativo di olandesi al contrario del calvinismo, che costituiva la forma più diffusa tra i protestanti. In particolare, già dall'inizio del secolo, non vi risiedevano soltanto cattolici e calvinisti, ma anche persone con credo differente: si ricorda, ad esempio, la significativa presenza di musulmani nelle principali città olandesi.

Una figura religiosa di spicco del tempo fu Erasmo da Rotterdam, il quale mantenne le distanze da Martin Lutero e continuò a riconoscere l'autorità del Papa. Erasmo da Rotterdam, infatti, prese una via di mezzo rispetto ai luterani ed ai calvinisti, nel rispetto della fede tradizionale. Egli fu tra i fautori del clima di tolleranza che caratterizzò l'Olanda.

Il diciassettesimo secolo rappresenta, dunque, un vero e proprio punto di svolta all'interno del panorama olandese per quanto riguarda il credo religioso. Era un caso più unico che raro, infatti, che in un paese ci fosse una tale tolleranza verso diverse fedi professate anche al proprio interno.

Nel 1648, quando i Paesi Bassi ottennero l'indipendenza con il trattato di Vestfalia, il paese era così formato: si presentava come uno stato federale governato dagli Stati Generali e formato dalle sette province unite. L'Olanda in quel periodo divenne famosa tra gli anglicani, i cristiani protestanti e gli ebrei grazie alla sua tolleranza religiosa, e divenne un rifugio per i perseguitati e una casa per molti migranti. Basti considerare che nel XVII secolo ad Amsterdam quasi il 50% dei residenti erano immigrati, di cui gran parte fuggiaschi per ragioni religiose. Un'altra fase di spostamenti di gruppi migratori per motivazioni religiose si ebbe più tardi nel 1685 quando in Francia, a seguito della revoca dell'Editto di Nantes, moltissimi ugonotti dovettero fuggire e scelsero in gran numero l'Olanda come destinazione.

La libertà di credo religiosa e l'esistenza di una molteplicità di credenti di religioni diverse all'interno del paese hanno influenzato anche il modo in cui gli olandesi si sono approcciati al lavoro a partire del XVI secolo. Secondo il famoso saggio di Max Weber intitolato "The protestant Ethic and the Spirit of capitalism"⁴, le norme e i precetti del protestantesimo hanno plasmato la cultura dei paesi del nord Europa fornendo un'attitudine positiva verso il lavoro e la ricerca del successo attraverso di esso. In particolare, i protestanti consideravano il successo nel lavoro un modo per glorificare Dio

⁴ Weber, M. (2013). *The Protestant ethic and the spirit of capitalism*. Routledge.

e rinvenivano in esso un segno della benevolenza divina. In questo senso l'etica protestante ha fornito un terreno fertile per il futuro sviluppo del capitalismo. Secondo Weber due erano le caratteristiche fondamentali dell'etica del lavoro connessa con il credo religioso dei protestanti: in primo luogo il lavoro rappresentava un dovere, cosicché ogni persona che era in grado di lavorare, era tenuta ad impiegare il proprio tempo lavorando; in secondo luogo, ogni persona doveva ambire a promozioni ed avanzamenti nell'ambito delle proprie attività.

La tesi di Max Weber riferita per lo più al periodo della riforma protestante sembra aver trovato riscontri nella situazione olandese anche in epoca recente.

Uno studio scientifico è stato condotto in Olanda nel 1990 per verificare se effettivamente esistono delle differenze nel modo con cui le persone si rapportano al lavoro a seconda del loro credo religioso. La ricerca ha riguardato persone di fede cattolica, protestanti olandesi e calvinisti.

FIG 1.2 – Gli effetti della fede nell'abito lavorativo

Unstandardized effects of categories of religious denomination on work attitudes (indirect, direct and total effects), with Catholics as reference category

Type of effect	Denomination			
	Cat	DRef	Neo	Orth
<i>Work as a duty</i>				
Indirect via Christian belief	ref	.05	.11	.23
Direct	ns	ns	ns	ns
<i>Job achievement</i>				
Indirect via Christian belief	ref	.05	.12	.24
Direct	ref	-.09	-.32	-.40
Total	ref	-.04	-.20	-.16
<i>Christian work ethic</i>				
Indirect via Christian belief	ref	.10	.26	.52
Direct	ns	ns	ns	ns

[Fonte: Ter Voert, M. (1993). *The effect of religion on work attitudes in the Netherlands*. Social Compass, 40(1), 33-44.]

FIG 1.3 – Differenze fra fedi cristiane verso la concezione del lavoro

Significant differences in Christian belief and attitudes towards job achievement between the denominations controlled for other variables in the equation, and controlled means (*M*) of the religious groups

Religious denomination	Dependent variables										<i>n</i>
	Christian belief				<i>M1</i>	Job achievement				<i>M2</i>	
	1	2	3	4		1	2	3	4		
1 Catholics		<	<	<	3.06			>	>	2.97	272
2 Dutch Reformed	>		<	<	3.29				>	2.87	111
3 Neo-Calvinists	>	>		<	3.64	<				2.65	66
4 Orthodox Calvinists	>	>	>		4.21	<	<			2.56	39

> (<) indicates that the row category scores significantly ($p < .05$) higher (lower) on the dependent variable than the column category.

n = number of cases.

[Fonte: Ter Voert, M. (1993). The effect of religion on work attitudes in the Netherlands. *Social Compass*, 40(1), 33-44.]

Come mostrato nelle due tabelle (Figura 1.2 e Figura 1.3) sopra riportate, lo studio conferma quanto detto in precedenza. Secondo la ricerca condotta da Voert e Maijke Ters, in Olanda la religione ha influito sul modo in cui la persona percepisce il lavoro. I grafici evidenziano come i calvinisti sono in media rigorosi osservanti dei precetti religiosi e ciò si traferisce anche nella loro attitudine a percepire il lavoro come un dovere morale.

1.3 – Cultura olandese: forte borghesia dedita allo studio

La società olandese nel periodo di suo massimo splendore è conosciuta per il suo carattere innovativo ed il suo approccio moderno in campi come quello dell'economia, della politica, delle relazioni sociali, ma anche nelle arti e nelle scienze. Questi avanzamenti, però, erano contrastati da una parte conservatrice, seppur piccola, della società che aveva

5Ter Voert, M. (1993). *The effect of religion on work attitudes in the Netherlands*. *Social Compass*, 40(1), 33-44.

una visione del mondo fortemente legata al rispetto delle tradizioni. Secondo Price⁶, è proprio questo carattere della società, ovvero lo scontro fra innovazione e tradizione, che diede alla cultura olandese nel XVII secolo delle particolari caratteristiche.

Il clero non aveva esercitato più molta influenza: il condizionamento della Chiesa romana cattolica era stato più o meno soppresso dalla fine della guerra degli ottant'anni con la Spagna. Il nuovo movimento protestante era diviso, come detto, principalmente in calvinisti e luterani, ed esercitava il controllo in aree specifiche e, comunque, di maggiore estensione rispetto alla Chiesa cattolica.

Nell'Olanda del XVII secolo, lo status della persona all'interno della società era in gran parte determinata dalla condizione economica. La nobiltà terriera non aveva grande importanza, poiché molti nobili vivevano nelle sottosviluppate province dell'entroterra e chi veramente dominava la società olandese era la figura del ricco mercante di città.

Non bisogna comunque pensare che i titoli nobiliari fossero irrilevanti. Per esempio, i ricchi mercanti cercavano di comprare il titolo nobiliare per poi diventare proprietari terrieri o costituire una vera e propria flotta acquisendo un esercito e delle navi. Gli aristocratici, d'altronde, non mancavano di integrarsi con gli appartenenti ad altre classi sociali per ragioni economiche: facevano sposare le loro figlie a ricchi mercanti, in modo da diventare loro stessi dei commercianti o ricevere un prestigioso incarico nella pubblica amministrazione. D'altra parte, i mercanti non disdegnavano quelle cariche nei pubblici uffici, che attribuivano un ruolo istituzionale da cui traevano, oltre ad opportunità economiche, prestigio all'interno della società.

Le università acquisirono sempre maggiore importanza, perché rappresentavano la strada migliore per chi ambiva ai pubblici uffici. I facoltosi e le famiglie aristocratiche, oltre a far istruire i propri figli inserendoli all'interno delle più prestigiose università d'Olanda, li mandavano in viaggio attraverso l'Europa (il c.d. Gran Tour) spesso accompagnati dai loro tutori, che a loro volta erano degli scienziati o uomini di cultura⁷. I giovani appartenenti alle facoltose famiglie olandesi potevano così visitare le grandi città europee e studiare nelle università estere per arricchire la propria cultura. Questo fenomeno prese

⁶ Price, J. L. (1998). *The Dutch Republic in the seventeenth century*. Macmillan International Higher Education.

⁷ Schama, S. (1988). *The embarrassment of riches: An interpretation of Dutch culture in the Golden Age*. Univ of California Press.

piede all'inizio del secolo per poi svilupparsi più ampiamente nella seconda metà del XVII secolo.

Si può quindi asserire che durante il diciassettesimo secolo si ebbe una piena integrazione tra la classe aristocratica e la ricca borghesia rappresentata da piccoli e grandi mercanti e proprietari di industrie, avvocati, medici ed appartenenti ad altre professioni liberali.

Dall'altra parte, una parte della popolazione formata da contadini, artigiani e proprietari di piccole locande, versava in condizioni economiche assai meno fiorenti. Parimenti in condizioni assai modeste si trovavano anche i marinai, gli operai e le persone della servitù.

1.4 – Economia olandese nei tre principali settori

Nel XVI secolo l'Olanda, prima di sviluppare il commercio navale, basava la sua economia sull'agricoltura e sull'allevamento. Inoltre, per quanto riguardava il settore primario, aveva alcune fiorenti produzioni, tra cui erano famose le porcellane.

Si fecero notevoli progressi in termini di produttività nel settore primario, nonostante le difficoltà del territorio.

Infatti, come si evince dalla denominazione "Paesi Bassi" all'interno del territorio vi erano numerose zone, di fatto sotto il livello del mare, in cui non era possibile coltivare. Nel XVII secolo, dopo aver guadagnato la propria indipendenza, il governo olandese, grazie al reinvestimento al proprio interno dei capitali ottenuti per lo più attraverso il commercio con l'estero, favorì lo sviluppo tecnologico del paese. Furono così implementati ed utilizzati su larga scala i mulini a vento, per la bonifica dei terreni acquitrinosi. Ad esempio, tra il 1612 ed il 1635 vennero prosciugati alcuni grandi laghi a nord di Amsterdam per reperire terreni che furono poi destinati all'agricoltura. In totale circa 300 km² di laghi ed acquitrini vennero prosciugati e resi coltivabili nella prima metà del XVII secolo.

Anche se gli olandesi reputavano l'agricoltura molto importante, l'Olanda dell'epoca aveva un'economia incredibilmente moderna. Meno del 40% della forza lavoro era attiva nel settore primario e ancor meno nell'agricoltura; infatti, una quota rilevante era impiegata nel settore ittico e nell'estrazione della torba. Già dall'inizio del XVI secolo, gran parte della popolazione svolgeva attività nel settore secondario, che era il cuore dell'economia olandese (circa 40% delle persone). Quanto sopra emerge chiaramente

dallo studio condotto da Van Leeuwen e Van Zandens, che hanno ricostruito i dati sull'occupazione nei settori di maggior rilievo in Olanda tra il 1500 e il 1800. Qui sotto (Figura 1.4), in particolare, si possono osservare le percentuali di crescita di ciascun settore tra il 1512 ed il 1806, distinguendo cinque diverse fasi temporali.

FIG 1.4 – Crescita percentuale dei settori principali tra il 1500 ed il 1800 in Olanda

	Agriculture	Industry	Of which			Other Industry	Services
			Food & Drink	Textiles	Building		
1512-1565	0.36	0.87	0.79	0.05	1.57	0.86	2.03
1565-1620	0.86	1.48	1.42	2.46	1.33	0.56	1.08
1620-1670	0.47	0.51	0.71	0.73	0.11	-0.01	-0.18
1670-1750	-0.36	-0.13	-0.25	0.05	-0.19	0.15	0.25
1750-1806	0.42	0.19	-0.09	0.60	0.32	-0.48	-0.15
1512-1806	0.29	0.52	0.44	0.72	0.56	0.20	0.57
Average share of sector in GDP (%)*	0.15	0.40	0.10	0.10	0.07	0.13	0.45

[Fonte: Van Leeuwen, B., & van Zanden, J. L. (2009). *The origins of modern economic growth? Holland between 1500 and 1800*. University of Warwick and Utrecht University.]

Per quanto riguarda il secolo d'oro, grandi progressi si ebbero nel settore industriale ed in quello tessile. Al contrario, l'agricoltura è la parte meno dinamica da questo punto di vista, il che evidenzia lo sviluppo dell'economia olandese come quella di uno stato che si proietta verso il futuro.

Per quanto riguarda il settore secondario, non si può non nominare l'industria di produzione di porcellane. Le porcellane olandesi sono molto note per il loro caratteristico colore blu e bianco. Si sa per certo che durante il sedicesimo secolo vennero create le prime botteghe nelle principali città olandesi dell'epoca come Amsterdam, Haarlem e

⁸ Van Leeuwen, B., & van Zanden, J. L. (2009). *The origins of modern economic growth? Holland between 1500 and 1800*. University of Warwick and Utrecht University.

Middelburg. Non si hanno notizie della nascita di compagnie olandesi di porcellane a Delft fino alla fine del sedicesimo secolo.

Le prime ceramiche sono state dipinte nello stile della maiolica italiana con colori che scaturivano da una lavorazione della porcellana ad alte temperature, che vengono chiamate generalmente maioliche olandesi. La situazione cambiò radicalmente con la nascita della compagnia delle Indie orientali nel 1602. Ci fu allora un rapido sviluppo grazie all'acquisizione delle tecniche cinesi e all'importazione di numerose merci provenienti dall'Oriente. I carichi contenenti manifatture cinesi, infatti, perlopiù di colore bianco e blu risalenti al periodo della dinastia Ming, venivano portati in Olanda, dove la merce era conosciuta come porcellana di "carrack", in olandese "kraakporselein". I prodotti cinesi hanno ispirato la produzione olandese, e Delft nel secondo quarto di quel secolo ne diventò il fulcro con la costituzione di vere e proprie fabbriche.

L'industria della birra nel frattempo era entrata in una fase di declino, ma i vasai subentrarono nelle birrerie abbandonate, spesso conservando inalterati i loro nomi originali, così da restare conosciuti attraverso di essi. Spesso gli articoli olandesi venivano copiati, talvolta servilmente, dalle porcellane cinesi, con un'aggiunta di piombo trasparente per migliorarne la somiglianza. Dopo l'arrivo delle porcellane cinesi in Olanda si contarono ben 32 fabbriche a Delft e 12 a Rotterdam durante la prima metà del XVII secolo. A partire dal 1640 circa, i vasai di Delft iniziarono ad usare monogrammi personali quali segni distintivi di fabbrica. Gli artigiani riuscirono a sviluppare numerose tecniche per perfezionare i loro manufatti grazie all'uso della marna, un tipo di argilla ricca di composti di calcio.

Due furono le principali ragioni dello sviluppo della produzione di ceramica in Olanda. In primo luogo, a seguito dei rapporti commerciali sviluppati dalla Compagnie delle Indie, vennero conosciute ed approfondite le tecniche cinesi e se ne tentò la riproduzione. In secondo luogo, poiché il prezzo dei prodotti cinesi era molto alto e solo le famiglie più ricche erano in grado di poterli acquistare, si sviluppò una produzione nazionale. Così la regione intorno a Delft divenne famosa per la produzione di ceramiche, e poi gli olandesi iniziarono a esportarle in tutta Europa, creandosi una propria fama in questo campo fino ai giorni nostri.

Lo sviluppo dell'industria delle porcellane olandesi fu vantaggioso per due ragioni: essa veniva usata non solo per il commercio interno, ma in gran parte veniva venduta

all'estero; inoltre, creò numerosi posti di lavoro, facendo progredire l'Olanda verso un'economia basata sul settore secondario.

I Paesi Bassi poterono godere di un notevole sviluppo economico, poiché la produzione industriale avanzò di pari passo con l'ampliamento delle basi commerciali della Compagnia delle Indie Orientali. Dal 1600 in poi, infatti, i beni olandesi non erano più volti al mercato interno, ma contarono un aumento esponenziale poiché diretti verso le colonie.

1.5 – Espansione dei traffici marittimi e la VOC

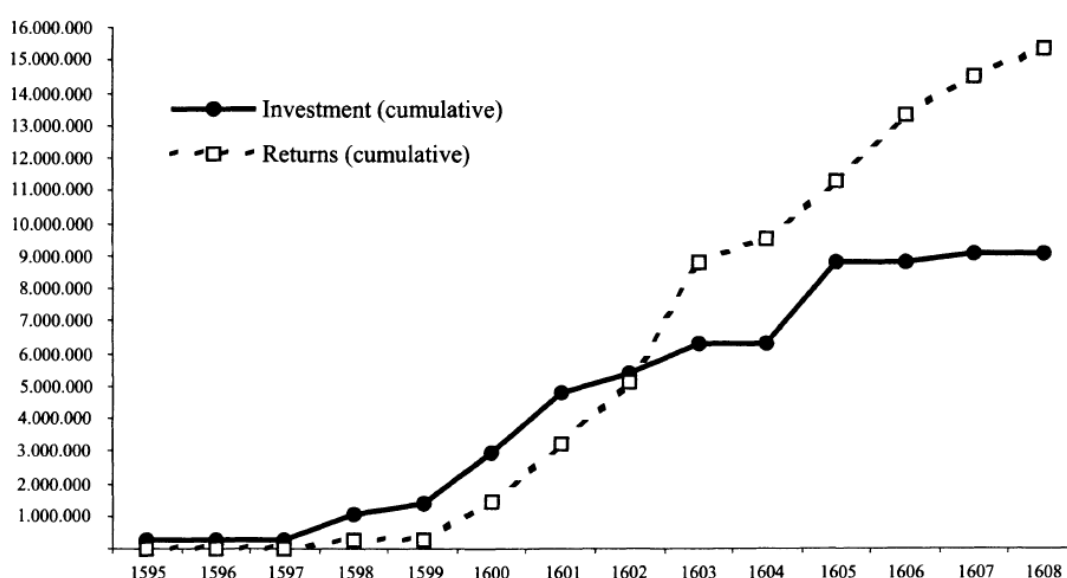
La compagnia delle Indie Orientali si può definire come un precursore delle moderne imprese multinazionali. Si possono identificare almeno tre caratteristiche associabili alle grandi imprese oggi esistenti.

In primo luogo, e quello che rappresenta sicuramente il fattore più interessante, entrambe sono caratterizzate dalla rilevanza dell'aspetto finanziario. Dunque, al fine di espandersi, la Compagnia delle Indie Orientali fece ricorso al capitale privato dei cittadini; ciò peraltro non fu privo di conseguenze, anche negative, poiché gli investimenti e le speculazioni sui titoli della compagnia portarono non poche tensioni in Olanda. I mercati dei capitali oggi sono dei mercati dove che comprendono le negoziazioni fra i soggetti che hanno l'opportunità di investire e coloro che necessitano di finanziamenti. Sebbene già dalla metà del XVI secolo in Olanda (e in Italia anche in epoca precedente a nella repubblica di Venezia) si fece ricorso alla raccolta del risparmio pubblico attraverso la sottoscrizione di documenti simili a delle cambiali, la VOC (in olandese, da Vereenigde Oostindische Compagnie) fu la prima compagnia privata a suscitare l'interesse di molti investitori. I metodi di finanziamento per le tratte a lunga distanza tra la fine del 1500 e l'inizio del 1600 non erano così differenti da quelli usati oggi: i mercanti potevano finanziare le loro spedizioni attraverso i profitti generati in passato, accettando dei prestiti, o stringendo degli accordi con altri mercanti⁹. Ciò, però, era possibile solo per le mete più vicine come quelle europee. Infatti, già solamente per raggiungere la parte occidentale dell'Africa erano necessari tra i dieci e i dodici mesi tra il viaggio di andata e quello di ritorno. Le rotte asiatiche rappresentarono la leva che modificò la domanda di capitali da

⁹ Frasca, Francesco (2016). *La marina olandese del XVII secolo*. Rivista marittima.

parte della VOC per tre ragioni specifiche. Raggiungere l'Asia senza poter passare attraverso il canale di Suez significava dover impiegare circa 4-5 volte le risorse rispetto ad una meta europea, per cui anche un'associazione di più mercanti era impossibilitata a partire per mancanza di capitali. Non di meno, il rischio di perdere il capitale investito era alto: infatti, tra il 1595 ed il 1601 più del 20% delle navi non arrivavano alla meta prefissata. In ultima istanza, il capitale investito rimaneva vincolato per un tempo che si aggirava intorno ai due anni.

FIG 1.5 – La crescita degli investimenti inerenti alla VOC



[Fonte: Gelderblom, O., & Jonker, J. (2004). *Completing a financial revolution: the finance of the Dutch East India trade and the rise of the Amsterdam capital market, 1595–1612*. *The journal of economic history*, 64(3), 641-672.]

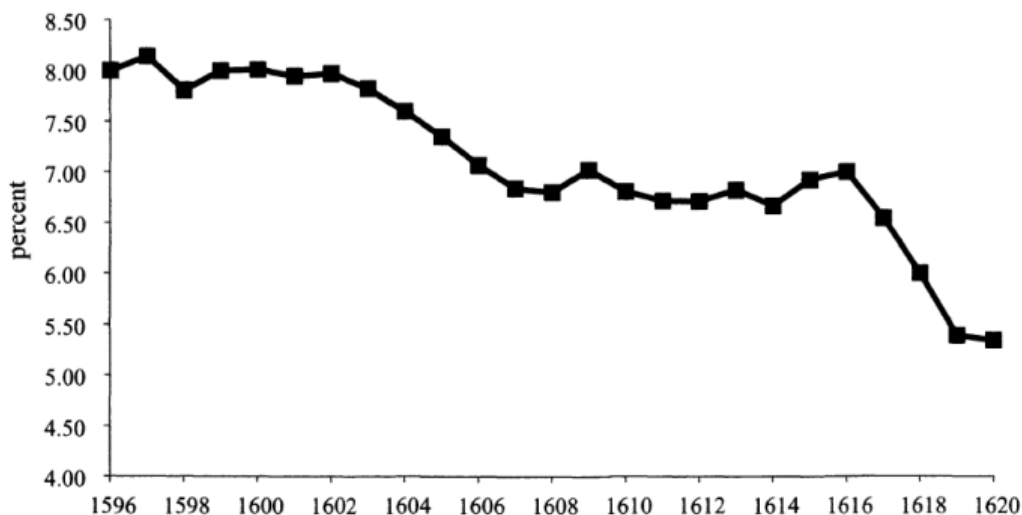
Per attrarre capitali e diminuire il rischio pro capite, venivano vendute delle partecipazioni al pubblico. Il titolare dell'azione condivideva i rischi e i profitti sebbene non potesse prendere parte alle attività manageriali.

Tra il 1595 e il 1602, un totale di cinquanta navi salparono per rotte asiatiche dal porto di Amsterdam e altre trenta dai porti di Rotterdam, Delft e Middelburg.

Nel grafico sopra riportato (Figura 1.5), i profitti dati dagli investimenti arrivarono solo dopo il 1602, a dimostrazione dell'alto rischio delle spedizioni.

Nella Figura 1.6, invece, emergono i dati riguardanti la media dei tassi di interessi pagati dalla società nel mercato dei capitali di Amsterdam.

FIG 1.6 – Tassi di interesse sui titoli della VOC tra il 1596 ed il 1620



[Fonte: Gelderblom, O., & Jonker, J. (2004). *Completing a financial revolution: the finance of the Dutch East India trade and the rise of the Amsterdam capital market, 1595–1612*. The journal of economic history, 64(3), 641-672.]

In conclusione, il mercato dei capitali favorì lo sviluppo della Compagnia delle Indie facendola diventare la più grande flotta commerciale al mondo.

Un secondo fattore caratteristico della compagnia è quello tecnologico.

Vista la grande quantità e varietà delle merci e l'elevatissimo numero di operazioni commerciali, l'Olanda si dovette dotare di una flotta imponente e di navi veloci, ma atte a trasportare merci di qualsivoglia natura e dimensione. Gli olandesi riuscirono ad eccellere in questo campo, fino a sorpassare in efficienza ed in numero di traffici il commercio portoghese, che poteva contare anzi ch'esso su di un'enorme flotta.

In ultimo luogo, la Compagnia delle Indie Orientali assunse dimensioni economiche, aziendali ed organizzative che sono paragonabili soltanto a quelle delle maggiori multinazionali odierne. È chiaro che la grande dimensione della compagnia ha avuto un impatto economico e sociale di grande portata all'interno dell'Olanda (sebbene non mancassero le resistenze di una parte dei piccoli mercanti) ed un'influenza decisiva di carattere economico, ma anche politico-militare, sui territori delle colonie.

Originariamente, la compagnia delle Indie Orientali venne fondata a seguito di una fusione, diretta dal governo, di diverse compagnie commerciali olandesi che si facevano concorrenza tra di loro. Venne fondata nell'anno 1602, come suggerisce lo stesso nome, con l'obiettivo di sviluppare rapporti commerciali con l'India e con i Paesi asiatici. La VOC, pur essendo ufficialmente una società commerciale, nel senso che comprava e vendeva beni e prodotti di terzi, di fatto svolgeva diverse attività tra cui anche la costruzione di navi, la produzione ed il commercio di spezie ed altre ancora.

La compagnia fu la prima società a raccogliere capitali emettendo titoli di partecipazione e di debito che potevano essere trasferiti mediante la consegna di documenti rappresentativi ed attivando così il primo mercato finanziario moderno ad Amsterdam.

Sin dall'inizio, la conformazione della società non fu solamente quello di un'impresa commerciale, ma anche di uno strumento di espansione politico-militare dedito alla conquista di nuovi territori. D'altronde, già le compagnie che poi si fusero formando la VOC presero parte alla guerra contro la Spagna che portò all'indipendenza nei Paesi Bassi, fornendo uomini, armi e mezzi navali. La compagnia successivamente non soltanto strinse rapporti commerciali, ma ebbe un ruolo di pieno controllo nei confronti dei territori assoggettati all'Olanda, possedendo poteri quasi governativi, come il diritto di usare la forza militare e di negoziare trattati per conto delle colonie. La Compagnia delle Indie rappresentò il principale strumento di relazione tra l'Olanda e l'estero, e viene considerata ancora oggi il simbolo del potere dell'impero olandese.

Per capire la grandezza in termini numerici della compagnia delle Indie orientali possiamo affidarci ad uno studio di Jansen Lucassen¹⁰ condotto sui numerosi documenti, molti di questi rappresentati da resoconti commerciali, che sono arrivati fino ai giorni nostri. I dati che vengono riportati nello studio riguardano il numero delle navi (4700) e delle persone che partivano verso le Indie orientali tra il 1595 ed il 1795: si stima addirittura che circa un milione di persone presero parte alle spedizioni durante i due secoli, con una media di 5000 marinai l'anno. Peraltro, anche se questi numeri sono di per sé importanti e significativi, essi non rappresentano comunque il numero totale delle persone che faceva parte del VOC, che disponeva anche di personale di terra in tutte le proprie basi commerciali.

¹⁰ Lucassen, J. (2004). *A multinational and its labor force: the Dutch East India Company, 1595–1795*. *International Labor and Working-Class History*, 66, 12-39.

I rischi che si correvano nei viaggi marittimi erano notevoli, ma nonostante ciò, attraverso alcuni scritti rinvenuti a Delft, si è avuta prova che numerosi marinai e componenti degli equipaggi (specie quelli più alti in grado) erano pronti a salpare reiteratamente, visti gli alti salari che venivano erogati dalla compagnia. Le percentuali di ritorno stimate si ritiene che fossero all'incirca del 30% per i soldati olandesi e del 60% per i marinai rispettivamente.

Può sembrare sorprendente che così tante reclute, tra marinai e soldati non facessero ritorno a casa, sebbene fossero per la maggior parte giovani in salute. Il pericolo non giungeva solamente dal mare, anche se già quello rappresentava di per sé un rischio considerevole. Infatti, all'epoca il canale di Suez non esisteva, e quindi le navi circumnavigavano l'Africa fino a giungere al Capo di Buona Speranza in Sudafrica dove facevano una prima tappa, per poi raggiungere la loro meta finale. La maggior parte delle reclute raggiungeva la destinazione, ma arrivati in Asia i pericoli non erano finiti, date le condizioni igieniche in cui si era costretti a vivere.

Alcuni studiosi hanno esaminato in che misura le persone che tornavano da un così lungo viaggio erano ripartiti per una seconda spedizione. Van Schouwenburg, basandosi su un piccolo campione, dimostra che tra gli ufficiali (e quindi tra le cariche più alte di grado) o i marinai che percepivano una paga superiore a quattordici fiorini al mese - che però rappresentavano una élite di cui faceva parte non più del 10% dei marinai - la maggioranza era ripartita per una nuova spedizione entro l'anno.

Bisogna sottolineare che la Compagnia delle Indie Orientali offriva ingaggi per tre anni. Il resto dei marinai che percepiva una paga inferiore ai loro ufficiali preferiva non rischiare la propria vita una seconda volta.

Data la crescita esponenziale della società, essa assorbiva una grande forza lavoro.

Ciò nonostante, le paghe all'interno della compagnia, per i marinai di basso grado, non erano elevate ed erano del tutto comparabili a quelle di un artigiano nel 1650; di fatto, non erano sufficienti a mantenere una famiglia. Il vero motivo per cui i marinai accettavano di lavorare per la VOC era dato dal fatto che, entrando a far parte della società, si era certi di lavorare per tre anni. C'era anche la possibilità per i marinai di avere un supplemento sulla paga attraverso qualche l'acquisto e la rivendita di prodotti. Inoltre, non era difficile avanzare di posizione: i posti vacanti, in parte dovuti all'alto tasso di mortalità, richiedevano frequenti sostituzioni.

1.6 – L'arrivo del tulipano in Olanda

I tulipani sono fiori che crescono generalmente in aree con clima temperato, in luoghi pianeggianti caratterizzati da copiose piogge invernali. In natura, i tulipani vivono vicino a sorgenti, in luoghi caratterizzati da estati fresche e secche. Si trovano comunemente nei prati (originariamente nelle steppe della Persia e della Turchia), ma si possono trovare anche nei giardini o nei frutteti.

La loro classificazione è tutt'oggi discussa, a causa delle loro caratteristiche e della difficoltà di distinguere le diverse tipologie. È un fiore pluriennale che fiorisce in primavera, dormiente in estate, riemergendo come germoglio tra la fine dell'inverno e l'inizio della primavera. La crescita del tulipano dipende anche dalla temperatura del luogo in cui viene fatto crescere. Una fase particolarmente importante è la cosiddetta vernalizzazione, in cui le piante dopo essere germinate, crescono maggiormente se sottoposte ad un periodo di dormienza in ambienti freddi (coltivazione ottima nei paesi nordici d'Europa). Allo stesso tempo, però, il loro periodo di maturazione finale, che è rappresentato dall'allungamento del gambo e dalla stessa fioritura, richiede temperature più calde. Ecco spiegato il motivo per cui vengono piantati in autunno e del loro successo in Olanda.

Si hanno le prime tracce di bulbi di tulipano in Europa nel 1561, quando Conrad Gessner pubblicò la prima immagine di un tulipano fiorito che aveva visto in Augsburg qualche anno prima¹¹. Questo fiore era nuovo agli occhi della popolazione europea, anche se era già noto da lungo tempo in Turchia e in Persia. Si hanno le prime notizie della coltivazione dei tulipani nel X secolo d.C. in Persia. Non si hanno informazioni precise riguardo il motivo della loro coltivazione o riguardo il loro sfruttamento, anche perché vengono solo menzionati in qualche libro. Ad oggi, in Turchia, si contano oltre dieci specie di tulipani. Una caratteristica che incuriosì la popolazione turco ottomana fu il fatto che i tulipani sono facilmente soggetti a mutazioni che cambiano il loro colore e la loro forma. Il tulipano presto diventò molto popolare in oriente e divenne un simbolo di potenza e di benessere. I sultani ottomani per sfoggiare il loro potere di fronte alla popolazione indossavano il tipico turbante ottomano in cui era incastonato un tulipano.

¹¹ Doorenbos, J. (1954). *Notes on the history of bulb breeding in the Netherlands*. *Euphytica*, 3(1), 1-18.

Originariamente il tulipano aveva la forma del caratteristico turbante ottomano, e difatti la parola “tulip”, usata dagli olandesi, deriva appunto dalla parola persiana “tulipan” che significa turbante. Il sultano Solimano il Magnifico offriva in dono i tulipani ai suoi più importanti ospiti, uno di questi fu Ogier Ghiselin de Busbecq, un ambasciatore viennese. Tornato in Austria l’ambasciatore diede in custodia i bulbi ricevuti a Carolus Clusius, uno dei primi studiosi di bulbi di tulipano, il quale iniziò ad analizzarli e ad interessarsi a questo fiore che poteva assumere diversi colori. Egli studiò i bulbi di tulipano per gran parte della sua vita a Leiden, città della regione olandese tutt’ora famosa per la coltivazione di tulipani. Nel 1593, divenuto professore presso la Leiden University e direttore dell’orto botanico di Leiden, iniziò a piantare bulbi di tulipano in Olanda. I tulipani inizialmente si trovavano in scarsa quantità e di conseguenza erano molto costosi. D’altronde, l’intenzione dello studioso non era quella di venderli o condividere il sapere, ma di coltivarli privatamente. Tuttavia, qualche anno dopo la sua collezione venne rubata. All’epoca fu una grande novità il fatto che un fiore potesse ricevere tutta questa attenzione.

Le famiglie più ricche iniziarono a competere nella creazione di collezioni di tulipani sempre più elaborate, e conseguentemente, i prezzi per i tipi esistenti e per le nuove specie salirono di molto. I coltivatori olandesi del periodo, durante gli anni ‘40 del Seicento fecero di tutto per coltivare i tulipani più particolari del tempo ricorrendo anche a diversi esperimenti, come l’applicazione di polveri sugli stessi fiori o concimi particolari¹².

Particolare attenzione ricevette la coltura dei tulipani durante il 1637. All’inizio di quella che poi sarà definita la bolla dei tulipani, i tulipani che già di per sé avevano ricevuto l’attenzione del grande pubblico per i vari colori che potevano assumere, ebbero ancora più successo grazie ad una malattia che colpì alcune coltivazioni. Un virus, chiamato *Myzus persicae*, trasportato dall’afide verde della pesca, comprometteva la salute della pianta, ma sviluppava nei tulipani striature bellissime, ed erano perciò richiestissimi. I tulipani colpiti dal virus vengono chiamati “rotti”, nome che deriva dalle striature formate dalla malattia.

¹² Sajdi, D. (Ed.). (2014). *Ottoman tulips, Ottoman coffee: leisure and lifestyle in the eighteenth century*. IB Tauris.

Ad oggi questo virus è stato quasi completamente sradicato dai campi dei coltivatori di tulipani, ma i tulipani con queste caratteristiche sono ancora tra i più pregiati.

Capitolo 2 – Lo sviluppo di una crisi finanziaria e la bolla del 1636 in Olanda

2.1 – La nascita di una crisi

I cicli economici sono caratterizzati da oscillazioni che sono di norma regolari con trend di medio-lungo periodo. La natura degli andamenti ciclici è influenzata, oltre che dalle principali grandezze macroeconomiche (i consumi, gli investimenti e l'occupazione), dalle grandezze monetarie (quantità di moneta e andamento dei prezzi) e da quelle finanziarie (il credito, in primo luogo). La nascita di una crisi finanziaria solitamente coincide con il picco più alto dei cicli economici ovvero con il culmine di un periodo di crescita economica e la successiva fase discendente.

Non necessariamente, comunque, ogni fase ascendente cresce fino a giungere ad un punto in cui si innesca una crisi finanziaria. Ciò si verifica quando nel corso della fase di crescita, si inserisce un periodo di improvvisa esplosione della domanda seguito da una brusca fase decrescente, economicamente e socialmente deleteria per un intero paese o addirittura per più Stati. Rispetto a tale tipo di fenomeno, le domande a cui bisogna rispondere sono molteplici.

Quali sono i fattori che, modificando le prospettive economiche all'interno della società, innescano una crisi finanziaria?

Considerando i mercati come razionali, esiste la possibilità di eccessi speculativi, c.d. "manie razionali", o per definizione essi non possono esistere?

È sempre necessario intervenire per spegnere una crisi e, se sì, quando e come?

Si è sempre avuto nella storia un prestatore di ultima istanza, che presta soccorso quando il sistema economico non è in grado di reggersi da solo, sia esso un organismo nazionale o sovranazionale?

I profili di indagine sono molti, ma un primo aspetto sicuramente degno di analisi è quello delle varie ragioni che possono innescare una crisi e delle diverse fasi in cui essa si articola. Nella più accreditata dottrina economica si afferma che prima dell'innescare della fase discendente delle crisi finanziarie si evidenzia tipicamente un periodo in cui la condotta degli investitori è caratterizzata da una accentuata e diffusa prospettiva speculativa, ovvero gli investimenti sono prevalentemente trainati dalla mera prospettiva di lucro conseguente alla rivendita a breve termine a prezzi maggiorati.

Le due fasi principali di una crisi sono rappresentate, quindi, da un'euforia iniziale con conseguente rapida e rilevante crescita della domanda e dei prezzi, e poi dall'inizio della loro discesa e dal diffondersi della paura degli investitori riguardo le perdite che ne conseguono, che accentua lo smobilizzo.

Ordinariamente gli investimenti vengono portati a termine poiché ci si aspetta di trarre un guadagno basato sulla prospettiva razionale di una crescita del valore di mercato. Talvolta nel corso di una fase di crescita del prezzo di prodotti finanziari si diffonde un'onda di entusiasmo scaturita dalle nuove prospettive economiche, che induce l'investitore ad assumere una condotta irresponsabile, ovvero ad effettuare acquisti senza una idonea valutazione delle concrete prospettive di sviluppo dell'attività sottostante cui il prodotto è correlato, ma accodandosi cecamente alle scelte della maggioranza degli investitori.

Dopo la fase ascendente, il periodo contraddistinto dai numerosi investimenti si inverte facendo nascere una sensazione di angoscia nei risparmiatori. L'inversione di questa tendenza è normalmente riconducibile ad un singolo evento quale, a titolo esemplificativo, il fallimento di un'impresa di grande rilevanza, anche se le ragioni dell'inversione di tendenza risiedono. In realtà, negli eccessi speculativi maturati in precedenza.

Non è facile prevenire tali condotte e tanto meno sapere se gli eccessi coincidenti con le fasi ascendenti possano mettere in pericolo la stabilità economica di un paese, in particolare quando coinvolgono più oggetti di speculazioni. Se, da una parte, gli storici classificano gli eventi che più importanti che si sono verificati nel passato sono classificati come un qualcosa di unico, al contrario, la teoria economica presuppone che esistano dei cicli che si basano su diversi fattori, i quali si ripetono nel tempo.

Diverse sono le interpretazioni offerte dalla dottrina economica per spiegare tali fenomeni.

Ai fini di questa ricerca per comparare la crisi dei tulipani olandese con quella più recente degli anni duemila, si prenderanno a riferimento due modelli che forniscono delle direttive fondamentali per comprendere più a fondo cause ed effetti delle crisi finanziarie.

2.2 – Il modello di Minsky

Sebbene Hyman P. Minsky sia ben noto come teorico della moneta, il modello da lui creato aiuta a comprendere anche la fragilità finanziaria che caratterizza le moderne economie capitaliste. Secondo Minsky, una crisi finanziaria scaturisce da un fattore esogeno, la cui natura varia a seconda della crisi di cui si parla. A titolo esemplificativo, eventi storici di particolare interesse possono essere indentificati nella fine di una guerra o in un'invenzione che cambia in maniera radicale il sistema economico o produttivo come, ad esempio, la nascita di nuove modalità di trasporto come ferrovie o automobili. Qualunque sia questo fattore, esso deve offrire un'opportunità di profitto in qualche settore innovativo o già esistente. Nonostante il modello di Minsky, o meglio conosciuto come Ipotesi di Instabilità Finanziaria, focalizzi l'attenzione sulle dinamiche comportamentali degli attori di un sistema economico, si possono comunque trarre degli insegnamenti applicabili anche all'economia olandese della prima metà del Seicento.

Innanzitutto, viene posta l'attenzione sulla relazione che lega gli assetti finanziari a livello microeconomico, e quindi del singolo, con quelli macroeconomici. Il punto focale dell'ipotesi di instabilità finanziaria sostiene che un sistema finanziario, apparentemente stabile, possa diventare debole a causa di cambiamenti interni dovuti ai flussi di cassa delle unità economiche. Le unità economiche, rappresentate dalle famiglie e dalle imprese, acquistano attività reali e finanziarie attraverso l'uso dei risparmi o debiti a breve-medio termine.

Si supponga, quindi, che l'acquisto di attività economiche sia dovuto alla spinta alla speculazione da parte degli agenti del sistema. Ad un certo istante, la domanda di beni e attività finanziarie si incontra con la capacità produttiva esistente. Conseguentemente, i prezzi aumentano, attraendo nuovi investitori, dati l'andamento del mercato e le nuove possibilità di profitto. In un primo momento nasce un effetto iterativo positivo per il sistema e gli agenti al suo interno: gli investimenti generano nuovi guadagni, e i guadagni a loro volta determinano nuovi investimenti. Viene così definita da Minsky l'euforia associata alle speculazioni date dagli aumenti dei prezzi.

Ciò che è particolarmente interessante per quanto riguarda la crisi del 1637 in Olanda: essa esemplifica il concetto di speculazione pura come definito in questo modello. L'innalzamento degli scambi dovuto all'incremento dei prezzi delle attività reali e finanziarie porta gli investitori ad entrare nel mercato con lo scopo di trarre un profitto,

senza avere un reale interesse riguardo l'attività sottostante. Si definisce "speculazione pura" come un modo per trarre guadagno da un'attività attraverso il suo acquisto e una sua futura rivendita senza considerare l'uso che se ne può fare (nel caso di oggetti fisici). Ciò che ne deriva, è la sopravvalutazione dei profitti che si ottengono entrando nel mercato e che portano a ciò che gli studiosi definiscono come "euforia". Gli individui, vedendo la possibilità di guadagno tramite acquisti e rivendite speculativi, tenderanno a seguire la massa. Si cerca di diventare ricchi senza realmente capire il sistema economico-finanziario in cui si è coinvolti e l'investimento che si sta compiendo.

Quando le persone coinvolte nel sistema divengono numerose, iniziando ad includere altre persone che di norma si astengono da certi investimenti ed inducendoli ad un comportamento non più razionale, si prepara a ciò che viene definita come "mania" o "bolla di sapone". Sottolineando l'accezione negativa del primo termine, esso descrive l'irrazionalità dei gesti compiuti dagli agenti. Il termine bolla viene usato invece come una metafora per esprimere il concetto di un fenomeno che cresce rapidamente risolvendosi in breve tempo in uno scoppio, che si esaurisce in un azzeramento.

A seconda della mania, l'oggetto è diverso. In particolare, essa può riguardare uno o più prodotti, ed includere o meno in modo speciale i prodotti importati dall'estero, di cui non sono conosciute le quantità relative al mercato della domanda e offerta, ovvero titoli quotati in borsa, edifici a scopo abitativo o industriale o anche valute estere. Nella fase seguente, le speculazioni non riguardano più prodotti materiali di valore, ma coinvolgono anche a quelli meno significativi.

Sebbene il modello sviluppato da Minsky considerasse le dinamiche interne rispettive di un solo paese, ciò non significa che i comportamenti descritti non siano parte di relazioni con altri paesi. I collegamenti tra un paese e l'altro sono molteplici. A titolo esemplificativo, quando i prezzi di alcune merci all'interno di un paese aumentano, altrettanto faranno i prezzi applicati negli scambi internazionali. Le speculazioni su alcuni titoli o le importazioni e esportazioni di merci costituiscono dei contatti diretti e non tra i mercati di più paesi.

Non sono, quindi, solo i risparmi interni ad alimentare la speculazione; anche i flussi di capitali esteri alimentano l'euforia delle persone.

Nella fase ascendente prima di una crisi finanziaria gli interessi, i prezzi ed il numero di scambi dei titoli aumentano tutti progressivamente. I più esperti, quando il mercato

raggiunge il culmine del periodo precedentemente descritto, cercano di tirarsi indietro facendo posto a danno dei nuovi arrivati. Quando i prezzi iniziano a stabilizzarsi ed a stagnare, si entra in un periodo di “disagio finanziario”. Questa espressione viene comunemente usata per definire il momento in cui in un’economia di un paese, una parte considerevole degli speculatori più esperti inizia a convertire i propri titoli in moneta, diventando coscienti del fatto che si potrebbe sviluppare una corsa alla liquidità. La corsa alla liquidità presuppone la conversione di massa dalle attività possedute in moneta, che va ad intaccare in modo pesante non soltanto i prezzi dei beni e dei titoli, ma anche di chi aveva speculato allo scoperto ed è poi impossibilitato a restituire i debiti a causa della caduta improvvisa dei prezzi.

Un indicatore specifico, che può far percepire agli agenti nel mercato di un possibile crollo dei prezzi, si può indentificare con il fallimento di una banca o di una o più imprese, la scoperta di una frode o cadute del prezzo riguardante il bene principale su cui avveniva la speculazione da parte degli investitori che viene convenuto come eccessivo. Quale che sia il segnale, esso porta comunque alla fuga da parte degli investitori: il risultato finale è che i prezzi diminuiscono e si riscontrano numerosi fallimenti da parte di famiglie ed imprese. La conversione dei titoli non sempre avviene in modo ordinato, ben più spesso invece degenera nel panico, quando si percepisce che non tutti potranno vendere al prezzo massimo o ad un prezzo tale da non dover incorrere ad una più o meno elevata perdita. Questa è la fase che gli storici definiscono come rivolgimento¹³. Le banche in questo stadio diminuiscono i prestiti diventando più selettive a causa del contrario andamento delle merci e dei titoli.

Secondo Minsky il panico (come per l’euforia data dall’aumento dei prezzi, sopra esaminata) si alimenta da solo, fino a quando non si verificano alcuni eventi descritti nel modello: a) nel caso in cui i prezzi diventano così bassi da riattrarre alcuni investitori che saranno disposti a muoversi verso attività meno liquide; b) nel caso in cui gli scambi di titoli vengono arrestati o limitati attraverso la chiusura delle borse (pratica di uso comune in epoca odierna), o vengono posti dei limiti alla caduta a ribasso dei prezzi di alcuni titoli; c) quando entra in gioco un altro agente, ovvero il prestatore di ultima istanza che ripristina la fiducia convincendo il mercato che i titoli sono liquidi. La sola convinzione

¹³ Minsky, H. P. (1987). *Stabilizing an Unstable Economy*, *A Twentieth Century Fund Report*. *Political Science Quarterly*, 102(4), 722.

riguardo la possibilità di poter convertire il titolo in moneta è di solito sufficiente per sopprimere il desiderio di rivendita del titolo.

C'è un ampio dibattito sull'unicità delle crisi¹⁴. Per una parte degli esperti, ogni crisi finanziaria è unica poiché è prodotta da un insieme specifico di circostanze; le crisi economiche andrebbero, quindi, studiate nella loro singolarità date le profonde differenze che le contraddistinguono, e anzi le si dovrebbe dividere per specie. Il modello di Minsky, al contrario, si propone di essere come un valido strumento comparativo per le varie crisi. Adottando la prima ipotesi, secondo la quale ogni crisi economica è unica, ci sono alcune caratteristiche che distinguono ogni crisi dalle altre: la sua evoluzione nel tempo, il periodo storico, l'oggetto della speculazione o l'avvenimento che dà luogo alla fase di rivolgimento. In realtà, benché i dettagli delle crisi possano essere diversi e, quindi, due crisi possano sembrare profondamente diverse, le strutture sono molto simili. Ciò che dimostra il modello Minsky è appunto la validità della configurazione della struttura tipica di una crisi finanziaria.

Partendo da un contesto microeconomico si può comprendere la struttura di un sistema finanziario nella sua complessità. Ciò che determina il grado di solidità in un sistema finanziario a livello microeconomico è la natura e l'entità delle attività speculative all'interno di esso. Un sistema finanziario può essere considerato come debole o robusto. Secondo Minsky, in particolare, si definisce un sistema finanziario robusto se all'interno è composto da agenti con una struttura finanziaria coperta: nel caso in cui vi fossero delle moderate variazioni nei flussi di cassa o nei saggi di interesse, esso consente comunque agli agenti di poter fronteggiare i propri debiti finanziari senza dover incorrere nel fallimento. Dall'altro lato, un sistema finanziario viene definito fragile, se al suo interno vi è una notevole propensione alla speculazione che, può provocare un forte aumento della probabilità che a fronte di cambiamenti di modesta portata, insorgano problemi di instabilità finanziaria nel sistema.

Secondo la ricerca, sono due le relazioni da cui dipende la robustezza o la fragilità di un sistema finanziario: la composizione e le caratteristiche dei vari flussi di cassa e l'eventualità che vi possano essere delle variazioni fra le relazioni che intercorrono fra i flussi di cassa di società, famiglie o autorità finanziarie di adempiere ai loro debiti.

¹⁴ Calvo, G. (2013). *The Mayekawa Lecture: Puzzling over the Anatomy of Crises: Liquidity and the Veil of Finance*. *Monetary and Economic Studies*, 31, 39-64.

Uno dei concetti fondamentali del modello elaborato da Minsky tratta la possibilità della trasformazione di un sistema finanziario con delle solide basi in un sistema fragile a causa dei legami esistenti fra i flussi di cassa. Viene sostenuto che la robustezza di un sistema finanziario possa essere di per sé destabilizzante, in quanto inevitabilmente include al suo interno dei meccanismi che causano instabilità.

Apparentemente per quanto riguarda le imprese con una situazione finanziaria coperta, nel caso in cui ci fossero dei mutamenti nei mercati finanziari, essi non avranno un impatto considerevole sulle attività delle aziende, poiché non vengono influenzati gli equilibri finanziari in bilancio. Però, bisogna considerare è il valore di mercato dell'azienda. Il valore di mercato viene calcolato tramite l'attualizzazione del tasso di mercato delle proprie immobilizzazioni (capital assets). Da ciò deriva, pertanto, che, se il valore di mercato cambia, potrebbero essere influenzate anche le scelte in merito al finanziamento dell'impresa e saranno influenzate, di conseguenza, le possibilità di profitto. L'impresa, dovendo trovare canali alternativi di finanziamento, potrebbe essere costretta a vendere alcune attività reali o finanziarie.

Da un punto di vista macroeconomico, la vendita delle attività reali vendute da parte delle imprese causerebbe una caduta dei prezzi data dall'aumento dell'offerta sul mercato. L'eventuale diminuzione per prezzi fino al di sotto dei costi di produzione, potrebbe bloccare il mercato, arrecando danni dovuti alla contestuale riduzione del reddito e dei flussi monetari in entrata per ogni impresa. In un tale contesto speculativo, anche le imprese operanti nel mercato con una finanza coperta si ritroverebbero, come le imprese con una posizione finanziaria scoperta, a dover ricorrere all'indebitamento. In questo modo anche le imprese sane rischiano di assumere una struttura finanziaria speculativa. Non a caso viene usata l'espressione nota come "fragilità del sistema finanziario" per descrivere il modello di Minsky da parte di Degasperi¹⁵. Considerando il caso in cui un sistema finanziario sia costituito solamente da agenti in posizione coperta, la possibilità di una caduta del reddito rende reale un'eventuale crisi quando i flussi monetari in entrata di un certo numero di imprese rimangono inferiori agli obblighi assunti in uscita.

Ciononostante, esiste una differenza rispetto ad un sistema finanziario composto da unità con una posizione scoperta. Infatti, quest'ultimo è più esposto al rischio di crisi

¹⁵ Degasperi, G., & Erzegovesi, L. (1999). *I mercati finanziari come sistemi complessi: il modello di Vaga*. University of Trento.

finanziarie, poiché anche piccole oscillazioni nei mercati fanno insorgere gravi ripercussioni come quelle descritte in precedenza.

In conclusione, Minsky procede con un'analisi dei processi interni ad un ciclo economico, in particolare per quanto riguarda le due fasi di espansione e contrazione. I punti significativi della ricerca sono due: il punto di svolta superiore, che rappresenta il passaggio dallo stadio ascendente alla fase di declino, ed il punto di svolta inferiore, in cui si verifica l'opposto. Nel modello il punto di maggiore rilevanza è quello superiore, perché costituisce l'innescò della crisi e la conseguente fase di depressione. Secondo Garofalo¹⁶, si può considerare l'estremo superiore come un fattore endogeno che si sviluppa attraverso le dinamiche del processo esposte in precedenza. Per dimostrare tale affermazione, consideriamo un sistema finanziario composto da unità con una finanza coperta con dei tassi di interesse su investimenti a breve termine più bassi rispetto a quelli a lungo termine, data la maggiore liquidità dell'investimento e anche il minor rischio dell'investimento. In un periodo di stabilità economica, ovvero in assenza di interferenze, le imprese sono propense ad adottare forme di finanziamento speculative, grazie al fatto che i titoli risultano facilmente liquidabili. Nella situazione descritta, le imprese sono di fronte a due prospettive di profitto principali: da una parte possono finanziare il capitale fisso (a lungo termine) attraverso l'indebitamento a lungo e a breve termine, una seconda opzione è quella di finanziare le attività finanziarie a lungo termine su cui investono con un indebitamento a breve termine.

Uno dei ruoli centrali in questo processo è affidato alle banche e alle istituzioni finanziarie. Se, da un lato, esiste una certa convenienza per le imprese a finanziare i propri progetti attraverso l'indebitamento, dall'altro, le banche traggono un vantaggio dalla richiesta da parte delle stesse imprese di fondi richiesti.

In una situazione come quella descritta, logicamente, si dovrebbe assistere ad una situazione economica ideale per le imprese con una struttura finanziaria coperta. Le aziende, difatti, beneficiano di innumerevoli vantaggi da una crescita degli investimenti finanziati dall'indebitamento. In una prima fase, l'incremento degli investimenti favorisce le aziende, facendo emergere lo stato euforico degli agenti che ne fanno parte. Uno degli effetti collaterali, però, è quello dell'aumento della domanda dei prestiti di finanziamento, che induce ad un rialzo dei tassi d'interesse sia a breve che a lungo termine

¹⁶ Garofalo, G. (1995). *Le dinamiche dei sistemi finanziari*. Edizioni Scientifiche Italiane.

(un aumento dei tassi d'interesse tuttavia, porta alla correlata diminuzione del valore attuale degli investimenti, per via della loro relazione inversa).

In conclusione, la teoria dell'instabilità finanziaria evidenzia il peso della finanza speculativa (variazione nei tassi di interesse dovuta alla difficoltà di finanziamento delle imprese) e dalla dipendenza delle aziende rispetto alle banche o istituzioni finanziarie, ovvero i due fattori principali nel passaggio da un sistema finanziario stabile ad uno stato di instabilità e debolezza.

2.3 – Dinamiche di una crisi finanziaria secondo la teoria di Kindleberger e di Dow

Uno ampio studio delle crisi finanziarie è stato svolto dallo storico statunitense Charles P. Kindleberger, che ha documentato ed esaminato le crisi finanziarie a partire dal XVIII secolo fino agli anni Novanta. Lo studioso non pone particolare accento sul ritmo di espansione e contrazione di un ciclo economico, ma si concentra sulle fiammate speculative della fase ascendente del ciclo e sulle crisi che nascono successivamente.

Il modello procede per fasi: innanzitutto, si prende in esame il periodo finale della fase ascendente e quello finale della parte discendente del ciclo economico. L'autore in tale periodo, individua quattro fasi principali (la suddivisione non è unica secondo gli studiosi: lavori come quello di Cohen¹⁷, tra gli altri, articolano il periodo in più fasi). I diversi momenti sono volti a definire la genesi di una crisi e la sua morfologia, cogliendo le dinamiche che delineano la sua fisionomia. Interessante è l'analisi comparativa che viene proposta da De Gasperi¹⁸ tra la teoria di Dow e Kindleberger.

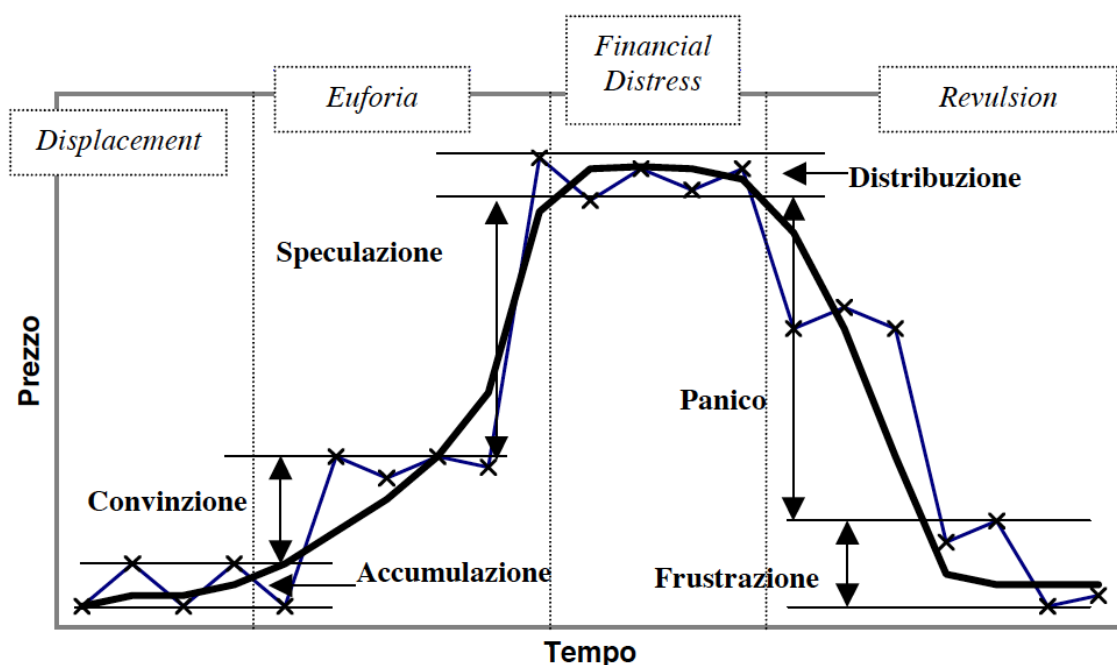
L'analisi di Dow si focalizza sulla tecnica dei mercati finanziari, con particolare attenzione alle quotazioni dei titoli. Si distinguono il "bull" ed il "bear" market: il primo identifica una propensione al rialzo degli estremi, sia dei massimi che dei minimi, connessi ai prezzi con valori superiori rispetto a quelli precedenti, mentre, viceversa, per il secondo gli estremi superiori e inferiori subiscono una fase di declino. Un avvertimento riguardo un'inversione di tendenza è dato dall'impossibilità del mercato di raggiungere un nuovo massimo più alto rispetto a quello precedente. Dow individua tre tendenze. In

¹⁷ Cohen, B. (1997), *The Edge of Chaos. Financial Booms, Bubbles, Crashes and Chaos*, John Wiley & Sons, New York.

¹⁸ Degaspero, G. (1999). *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger*. University of Trento.

primo luogo, la tendenza principale data dal movimento primario che è di durata solitamente pluriennale in cui il mercato è rialzista o ribassista (bull o bear). I movimenti secondari sono quelli che si oppongono rispetto a quello principale, e che rispetto ad esso hanno tipicamente una durata più breve. Infine, i movimenti di terzo grado, anche detti movimenti minori, sono i periodi più brevi con una durata non superiore alle tre settimane e comportano dei rialzi e dei ribassi per i prezzi del mercato ripetendosi in modo quasi casuale.

FIG 2.1 – Le fasi di una crisi secondo Kindelberger e Dow



[Fonte: Degasperi, G. (1999). *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger*. University of Trento.]

La rappresentazione grafica mostra la correlazione tra il tempo e il prezzo nel periodo precedente e posteriore all'avvento della crisi. Nel grafico le quattro fasi nei riquadri ovvero quelle di displacement, euforia, financial distress e revulsion sono descritte nella teoria di Kindleberger. Le altre sei sono invece inserite nella teoria di Dow. Di seguito si procederà ad un'analisi parallela delle due teorie analizzando i diversi periodi separatamente.

La prima fase, chiamata da Kindleberger "displacement", si sviluppa a causa di un forte impulso esterno al sistema macroeconomico che può essere di diversa natura. I motivi

sono molteplici e generalmente solo eventi di notevoli dimensioni provocano l'insorgenza di una bolla speculativa: il periodo successivo all'inizio od alla fine di una guerra, un'innovazione tecnologica o degli avvenimenti politici di grande rilevanza, o anche un mutamento nei mercati valutari (coniazione di nuove monete). La fase di displacement per l'autore rappresenta la fase un periodo di evoluzione che porta con sé dei cambiamenti che influenzano il contesto economico e più precisamente le prospettive di profitto per gli investitori. Ciò attrarrà imprese e individui ad investire dove si riesce a ricavare il maggior profitto; qualora il fenomeno sia largamente condiviso, si assisterà ad un'impennata degli investimenti. Un ruolo importante è quello delle banche, che, come nel modello sviluppato da Minsky, sono gli istituti finanziari per eccellenza di concessione dei prestiti e che concedendo mezzi di pagamento addizionali forniscono una strada anche per gli investitori che non posseggono un capitale sufficiente.

La corrente speculativa che viene a crearsi e l'offerta delle attività finanziarie presenti sul mercato generano una lievitazione dei prezzi. Secondo la teoria di Dow, questa fase iniziale costituisce lo spunto iniziale per le fasi successive di accumulazione e convinzione. Come si evince dal nome, nel momento di accumulazione, la maggioranza degli investitori è convinta di operare in un mercato ribassista, mentre un numero ridotto di essi (chiamati insiders nel modello di Kindleberger, ovvero coloro che detengono un numero maggiore di informazioni rispetto alla maggior parte degli individui) ha percepito la fine del periodo di recessione e inizia a raccogliere titoli a prezzi molto vantaggiosi in prospettiva futura.

La seconda fase definita come "euforia", si caratterizza per un processo che porta ad un livello eccessivo di scambi che gli studiosi contemporanei chiamano "overtrading", e porta ad un momento di pura speculazione o in alternativa ad una sopravvalutazione delle attività finanziarie, dovuta in parte ai soggetti che, pur di entrare nel mercato si indebitano verso le banche. Anche i soggetti che normalmente non sono avvezzi a questo genere di attività iniziano a speculare e contribuiscono al sorgere della bolla finanziaria. È forse la fase più complicata: difatti, se da una parte continuano ad entrare nel mercato nuovi investitori, dall'altra chi ha ottenuto una buona redditività come gli insiders, decide di monetizzare e vendere le proprie attività. La diretta conseguenza è una stagnazione dei prezzi che porta alla terza fase.

Parallelamente Dow descrive la fase di convinzione, come crescita di ottimismo da parte degli investitori dovuta alla propagazione di informazione riguardanti le prospettive di profitto, che causa un aumento nelle quotazioni dei titoli.

L'inizio del disagio finanziario, *financial distress*, coincide con il momento in cui gli investitori si rendono conto che devono ritirarsi dal mercato poiché ha raggiunto il suo apice, sottraendosi ad una possibile corsa alla liquidità. I segnali di pericolo, come nel modello Minsky, sono spesso riconducibili al fallimento di imprese e di banche o dalla caduta dei prezzi di un bene che era oggetto di speculazione.

Kindleberger individua e definisce le cause del disagio finanziario che non combaciano con quelle della nascita della crisi finanziaria. Le cause che hanno generato la crisi alla radice vengono indicate come cause remote, mentre gli avvenimenti che fanno perdere la fiducia nel sistema, e quindi le cause del disagio finanziario, vengono definite cause *proximae*.

La fase di distribuzione, secondo Dow, è contraddistinta da un indebolimento del periodo espansivo, nel quale rimane un elevato volume di scambi, ma i più esperti del settore iniziano a liberarsi delle attività, in particolare quelle a lungo termine.

Nell'ultima fase che viene soprannominata rivolgimento, avviene esattamente l'opposto a quanto successo in precedenza durante la seconda fase: si assiste alla fuga di massa dei risparmiatori dovuta alla forte diminuzione dei prezzi, le banche cessano di erogare prestiti per salvaguardarsi, e si diffonde un clima di timore causato dalla possibilità di non riuscire a recuperare le somme investite.

Kindleberger spiega che esattamente come l'euforia, il panico si autoalimenta sviluppando una serie di reazioni a catena. Difatti, il forte calo dei prezzi riduce allo stesso tempo le garanzie delle banche nei confronti dei debitori di prestiti. Per evitare ulteriori ribassi, gli investitori cercano di liquidare i titoli generando, però, ulteriori ribassi e aumentando l'offerta a fronte della medesima domanda (o domanda decrescente). Il sistema creditizio è destinato al collasso totale.

L'analisi del modello si conclude con gli accorgimenti, presentati dall'autore, posti in essere per porre rimedio ad una crisi finanziaria. Si tratta di soluzioni che sono profondamente diverse tra di loro, sia per le azioni che vengono compiute che per il ragionamento che viene concepito.

Anzitutto, esistono due tesi opposte che divide gli studiosi: se la soluzione risieda in un effettivo intervento o, al contrario, lasciare che le crisi finanziarie seguano il loro naturale decorso. Si possono, infatti, prevedere degli accorgimenti normativi che possano aiutare alla possibile risoluzione di una crisi, o altrimenti si può individuare un prestatore di ultima istanza.

Tornando indietro nella fase ascendente della crisi, Tversky e Kahneman¹⁹ forniscono un'interpretazione riguardante l'attitudine assunta dall'investitore nel valutare titoli con un certo grado di incertezza.

Preme fare un'analisi più approfondita riguardo l'investitore che durante la fase di euforia assume comportamenti che a posteriori possono essere valutati come scellerati. È interessante, quindi, fornire una valutazione psicologica applicata ai mercati finanziari. Questa indagine è volta a cercare di capire i motivi ulteriori, oltre che al puro interesse speculativo, che spinge l'investitore a comprare determinate attività finanziarie. Si analizzeranno le teorie riguardanti la psicologia decisionale all'interno dei mercati finanziari da parte di un investitore e alcuni dei comportamenti collettivi che rappresentano un fattore non trascurabile nella definizione dei prezzi all'interno dei mercati. Attraverso vari studi di esperti come Rumiati e Rubatelli²⁰, è maturata la consapevolezza dell'importanza del fattore emotivo nei modelli economici. Infatti, gli individui non agiscono sempre in modo prevedibile e razionale, ma sono influenzati dalle loro esperienze, dal contesto in cui si trovano e dalle informazioni in loro possesso (e forse ben più rilevante, dalle informazioni che non sono in loro possesso). Una prima giustificazione apportata da Simon²¹ indica che, poiché gli individui posseggono delle risorse cognitive limitate non sono in grado di gestire tutte le informazioni dell'ambiente circostante in cui vivono, e pertanto hanno bisogno di semplificarle per renderle ingestibili.

Il cuore della questione risiede nel fatto che la valutazione degli stimoli esterni da parte delle persone non segue necessariamente un ordine logico-matematico, ma esistono

¹⁹ Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Science, 185(4157), 1124-1131.

²⁰ Rubatelli, E. (2006). *Psicologia dei mercati finanziari: distorsioni cognitive, percezione del rischio e comportamenti collettivi*. Giornale italiano di psicologia, 33(1), 57-82.

²¹ Simon, H. A. (1997). *Models of bounded rationality: Empirically grounded economic reason* (Vol. 3). MIT press.

comportamenti compiuti per diverse ragioni. Questo spiega la necessità di porre l'attenzione in parte sull'aspetto psicologico degli investitori nei mercati finanziari dato che è uno dei settori economici in cui si mette in risalto la mancanza di razionalità nella condotta umana (in particolare nei momenti analizzati nei modelli precedenti: euforia, depressione, disagio finanziario).

Il settore finanziario è contraddistinto per la sua complessità e per la grande quantità di informazioni che sono presenti nei mercati ogni volta che si prende una decisione in merito alla compravendita di un titolo. La difficoltà di operare su questi mercati sta proprio nel saper gestire in modo proficuo la mole di informazioni in proprio possesso. La psicologia dei mercati cerca di chiarire come gli individui, date le informazioni a loro disposizione, decidono di operare nel settore. Si tratteranno di seguito due teorie che sono particolarmente utili ad una comprensione a trecentosessanta gradi della crisi del 1636 in Olanda.

La prima teoria riguarda la percezione del rischio collegato agli investimenti finanziari. Ogni investimento, infatti, comporta un rischio, ogni individuo pesa i rischi e i vantaggi, non necessariamente monetari, e decide se acquistare o meno una certa attività finanziaria. Alcuni studi condotti (Mertz, Slovic e Purchase, 1998) dimostrano che l'investitore non percepisce il rischio come qualcosa di oggettivo o quantificabile. Olsen (1997) ha basato la sua ricerca verificando la teoria su dei mercati simulati. L'analisi dei dati ha dimostrato come gli individui valutano i loro investimenti in base al pericolo di ottenere dei risultati al di sotto degli obiettivi. Gli investitori sono avversi a scegliere attività ad alto grado di volatilità, anche di fronte a possibili perdite, in modo da avere la possibilità di ottenere maggiori margini di guadagno. Secondo la teoria, la percezione del rischio da parte dell'investitore si può suddividere in quattro categorie principali quali: la possibilità di conseguire una perdita ingente, la possibilità di conseguire un risultato inferiore alle aspettative, la capacità dello stesso investitore di poter gestire le perdite, la consapevolezza e le informazioni dell'investitore.

Un'altra considerazione va fatta rispetto ai comportamenti degli investitori non più come singoli individui, ma di massa. È ancora più rilevante l'influenza dei comportamenti delle persone intese come un collettivo, quando la decisione che si deve prendere è basata su informazioni incomplete, e quindi è incerta. Questo tipo di comportamento è definito come gregario ed è tipico dell'istinto animale (si consideri a titolo esemplificativo il

movimento degli animali che si muovono in gregge). De Bondt e Forbes (1999) dimostrano come, il comportamento gregario degli individui, anche se apparentemente può sembrare la scelta più logica, risulta di fatto irrazionale. In termini concreti, questo tipo di comportamento porta le persone a scegliere una soluzione che viene presa dalla maggioranza, ma che non necessariamente rappresenta la migliore possibile. All'interno dei mercati, le decisioni prese in gruppo si verificano di frequente e sono innescate dal passaggio di informazioni guidate da un passaparola. Shiller (2000) addirittura afferma che le quotazioni dei titoli sui mercati finanziari sono il risultato del comportamento collettivo degli investitori e non del valore intrinseco delle attività finanziarie. Le persone spesso e volentieri, secondo lo studioso, non si assicurano dell'autentico valore delle attività presenti sul mercato, e così facendo non producono un impatto indipendente tale da modificare le quotazioni di mercato. Attraverso la trasmissione di informazioni ed il passaparola è possibile illustrare una buona parte delle fluttuazioni di mercato. La velocità e le modalità di trasferimento delle informazioni, per altro, è molto cambiata con lo scorrere del tempo, e quindi anche la variabilità dei prezzi sul mercato.

2.4 – La crisi del 1636/7 in Olanda

La crisi finanziaria che divampò tra il 1636 ed il 1637 in Olanda è famosa nella storia in quanto è considerata la prima bolla speculativa ed ha avuto come oggetto di speculazione il tulipano. La mania dei tulipani fu storicamente utile per gli economisti, perché fornì per la prima volta materiale di studio riguardo ad un tale fenomeno.

Nella prima metà del Seicento, l'Olanda stava raggiungendo il punto di massimo splendore come descritto in precedenza. Amsterdam era la città con maggiori traffici navali insieme a Rotterdam ed era il punto dove si avviavano per andare in Asia le principali rotte mercantili olandesi. Nel 1609 viene aperta una Borsa dedicata alle merci che transitavano per i porti di Amsterdam, e in pochi anni divenne il riferimento principale del mercato finanziario non soltanto olandese, ma assunse anche una certa rilevanza nel panorama europeo. La borsa era affidata ad autorità specializzate che avevano la funzione di vigilanza del mercato. Vi venivano scambiati varie tipologie di titoli: esistevano i titoli della Compagnia delle Indie Orientali, le obbligazioni pubbliche, che era erano le più comuni e gli antenati dei futures, ovvero contratti a termine che davano il diritto di consegnare o ricevere un bene ad un prezzo stabilito in una certa data.

Fino agli anni Trenta del 1600 continuò a crescere il mercato secondario dei titoli nella borsa di Amsterdam.

La crisi dei tulipani si sviluppò nel pieno dell'età d'oro olandese durante il quale i prezzi di alcuni contratti riguardanti la compravendita dei bulbi di tulipano crebbero esponenzialmente, come nel 1636 per poi crollare nel febbraio dell'anno successivo. Storicamente, comunque, la crisi non ebbe un impatto così negativo sul sistema economico della Repubblica olandese, se comparata agli effetti generati dalle più moderne crisi finanziarie. Per fare un paragone rispetto al prezzo dei bulbi di tulipano al culmine della crisi, quelli di alcune specie venivano venduti singolarmente ad oltre dieci volte il reddito annuo di un artigiano dell'epoca. Alcuni studiosi hanno cercato di proporre spiegazioni razionali dell'aumento e del successivo calo dei prezzi, basandosi sul fatto che in precedenza, altri fiori, come il giacinto, avevano inizialmente riscontrato un iniziale aumento al momento della loro introduzione sul mercato, per poi cadere successivamente.

Tuttavia, il tulipano era diverso da tutti gli altri fiori che avevano attraversato l'Europa, grazie ai colori sgargianti e intensi che assumeva. La diffusione del fiore fu in parte accentuata dall'ascesa della flotta olandese, in parte il solo possesso conferiva un certo prestigio al compratore. I tulipani rappresentavano un vero e proprio oggetto di lusso in particolare tra i ceti più abbienti e ne seguì un rapido sviluppo nella loro coltivazione.

Essi erano classificati non propriamente per specie, bensì per colore: i fiori che assumevano colori a tinta unita con tonalità di bianco, giallo o rosso venivano classificati come Couleren, il Rosen assumeva tinte multicolore di bianco e di rosso, ma ne esistevano altri ancora. Ad ogni modo, la specie considerata più pregiata era il Semper Augustus, il quale divenne il bulbo di tulipano più costoso venduto durante la crisi. I tulipani multicolore (specialmente quelli con striature simili a fiamme) erano i più ricercati, anche se ad oggi è noto come questo effetto è dovuto al fatto che i bulbi vengono infettati da un tipo di virus. Il tulipano era un oggetto desiderato dal grande pubblico: la loro scarsità, oltre a rendere difficile l'acquisto, faceva crescere i prezzi. Un fattore fondamentale caratteristico della pianta era quello di non poter prevedere a priori (prima della nascita del fiore) la natura del colore, cosa che venne scoperta circa due secoli più tardi. Questo fattore di incertezza destò curiosità da parte delle persone che incominciarono a scommettere sul fiore che sarebbe poi cresciuto. Inizialmente il mercato dei bulbi di

tulipano avveniva nel momento della loro fioritura. Successivamente, i coltivatori cominciarono a marchiare con dei numeri che corrispondevano alle cifre del titolo sul mercato.

Fino al 1633, il mercato dei tulipani era considerato un commercio di lusso, in cui partecipava solo chi poteva permetterselo, dove gli scambi avvenivano solo nel momento della fioritura quando il valore del fiore (dato dal colore) poteva essere stimata facilmente. Inoltre, il mercato era composto da esperti del settore, in particolare da appassionati.

Nel 1634 entrarono nel mercato dei tulipani nuove figure che poco conoscevano quel mondo: tessitori, calzolai e contadini provenienti dal nord della Francia fecero aumentare i prezzi cambiando la natura del mercato. Se in origine la compravendita di bulbi era tenuta tramite contrattazioni fra privati, con l'arrivo di questi nuovi soggetti, vennero sostituite con incontri più informali. Alcuni commercianti, dato che la domanda si era impennata, iniziarono a vendere bulbi non in loro possesso, ma avendo solamente contratti di acquisto.

Il 1635 rappresenta un anno di svolta per il commercio di tulipani. Viene creata appositamente per questo mercato, un'unità di peso chiamata "perit", e cominciò la vendita a peso. A seconda della qualità del bulbo si potevano acquistare 200 perit di una certa specie piuttosto che 400 di un'altra. Tutto ciò consentì di separare il mercato dei tulipani da quello dei bulbi di tulipano, rendendo possibili nuove opportunità per i commercianti e i compratori, in cui nessuna delle due parti conosceva la reale provenienza dei bulbi. Gli acquisti erano finalizzati solamente ai guadagni, infatti, di fronte alla domanda crescente, anche il valore del bene aumentava. Le opzioni d'acquisto furono il mezzo principale usato dagli acquirenti per poter speculare sui bulbi di tulipano. In una prima fase il compratore pagava una percentuale dell'intero ammontare per poi saldare il debito in un secondo momento. Ciò permetteva di investire molto denaro anche se in pratica se ne impiegava meno, contando sulla rivendita del bene a prezzo maggiorato. Nel mercato dei bulbi si compravano i futures riguardanti i fiori, per cui i venditori si impegnavano a consegnare una determinata quantità e qualità di bulbi la primavera successiva e i compratori dall'altra parte si assicuravano il diritto alla loro consegna. Alla scadenza dell'opzione di acquisto, l'acquirente spesso non aveva abbastanza denaro per saldare il debito, ma nessuno richiedeva la consegna dato che contava sul fatto di rivendere i tulipani "di carta" ricavandone un profitto. Tra il 1636 e il 1637 i due anni in

cui la crisi veramente ebbe luogo in Olanda, non si videro più consegne di bulbi di tulipano. Al culmine della crisi, un singolo bulbo di *Semper Augustus*, che rimaneva il più ricercato nel mercato, raggiunse quotazioni anche intorno ai 6000 fiorini, altri di diverse qualità venivano scambiati a 2500. Nell'Olanda del XVII secolo 2500 fiorini rappresentavano un'enorme quantità di denaro.

Come descritto da Mackay, nella tabella seguente (figura 2.2) viene mostrato come potevano essere impiegati 3000 fiorini. Di fatto, con una tale somma una persona comune poteva comprare 27 tonnellate di grano, 8 maiali, 4 buoi, 4 barili di birra, quasi tre tonnellate di formaggio, un'imbarcazione e molto altro.

TAB 2.2 – Costo di alcuni beni primari nell'Olanda del XVII secolo

	Guilders
Eight fat pigs	240
Four fat oxen	480
Twelve fat sheep	120
Twenty-four tons of wheat	448
Forty-eight tons of rye	558
Two hogsheads of wine	70
Four barrels of eight-guilder beer	32
Two tons of butter	192
A thousand pounds of cheese	120
A silver drinking cup	60
A pack of clothes	80
A bed with mattress and bedding	100
A ship	500
TOTAL	3,000

[Fonte: Lesnaw, J. A., & Ghabrial, S. A. (2000). Tulip breaking: Past, present, and future. *Plant disease*, 84(10), 1052-1060.]

La domanda di specie rare di tulipani crebbe così tanto nel 1636 che furono istituiti dei marchi rappresentanti le varie tipologie presso la borsa di Amsterdam. Da quel momento in poi, diventò abbastanza chiaro che dietro la compravendita dei fiori c'era la sola volontà da parte degli investitori di trarre profitto. I bulbi che vennero piantati

nell'autunno del 1636 furono i più cari in assoluto sul mercato. I prezzi, difatti, crebbero fino all'inizio della fase discendente nel febbraio del 1637. È incredibile come secondo i dati riportati da Mackay, un singolo bulbo di tulipano tra la fine del 1636 e l'inizio dell'anno dopo sia stato passato di mano in mano più di dieci volte anche e soprattutto a causa del fatto che il prezzo medio aumentò di circa venti volte.

Non si conosce la causa vera e propria del crollo dei prezzi, ma dalle fonti che sono rimaste, viene descritta un improvviso e inaspettato declino dei prezzi delle attività. Gli investitori più prudenti furono tirati indietro da un aumento che si era rilevato eccessivo agli occhi di alcuni. Le prime vendite in blocco spaventarono gli operatori del mercato, che imitando coloro che avevano già smobilizzato le attività cercarono prontamente di piazzare i contratti portando al panico. Certamente, ciò che alimentò il crollo dei prezzi fu la velocità con cui le notizie si diffondevano tra gli esperti del settore.

In poche settimane si sospesero le contrattazioni dei bulbi di tulipano dovuto al crollo di circa il novanta per cento del prezzo toccato nei primi due mesi del 1637. La quotazione della specie del *Semper Augustus* nominato in precedenza perse circa il novantotto per cento del suo valore solo una settimana dopo l'inizio della crisi.

Come è possibile immaginare, lo scoppio della bolla portò con sé alla rovina tanti operatori ed investitori anche se non toccò in maniera consistente le finanze delle imprese olandesi. La crisi originò azioni legali da parte dei commercianti che volevano far saldare i debiti dei possessori dei contratti di acquisto dei bulbi di tulipano.

Capitolo 3 – La bolla del 2007 e un confronto con la crisi olandese

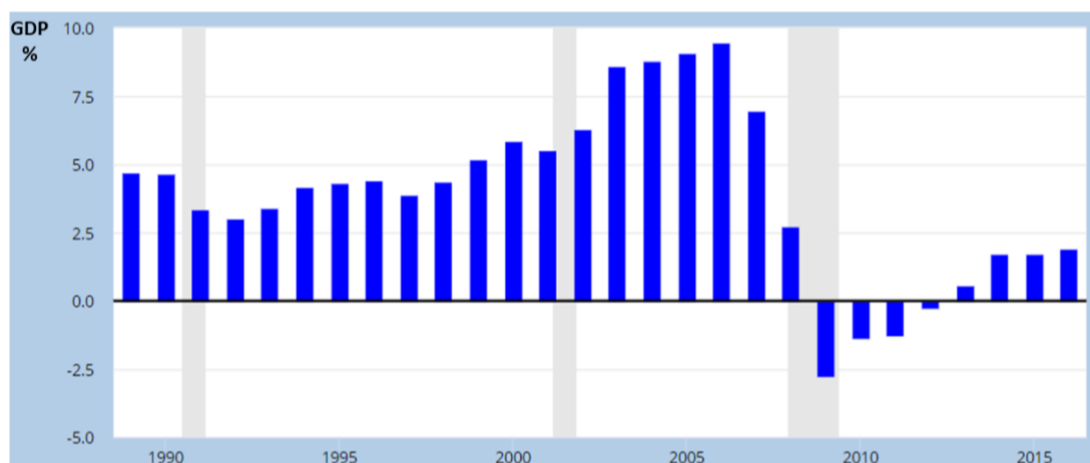
3.1 – La crisi dei mutui sub-prime

La bolla verificatasi negli Stati Uniti tra il 2007 ed il 2008 ha determinato una delle recessioni più drammatiche che la storia ricordi dai tempi della Grande Depressione del 1929.

Gli effetti della crisi si produssero principalmente nel territorio e nell'economia statunitense, con un brusco crollo dell'occupazione ed una riduzione consistente del PIL, di circa di tre punti percentuali, come si può notare dal grafico sotto riportato (Figura 3.1). L'impatto però fu mondiale: l'Europa stessa registrò un calo medio del PIL del 4,2%, il Giappone del 6.2% ed alcune delle più grandi potenze emergenti nel panorama mondiale come l'India e la Cina videro i loro tassi di crescita, fino ad allora aumentati a ritmi formidabili, dimezzati²².

Inoltre, la recessione si è protratta per anni ed alcuni Paesi ne conservano ancora le tracce. È evidente quindi che la c.d. crisi dei mutui sub-prime presenti caratteristiche temporali, geografiche, tecnico-finanziarie e di contesto del tutto particolari.

FIG 3.1 – Andamento del PIL statunitense dal 1990 ad oggi.



[Fonte: Federal Reserve Economic Data: fred.stlouisfed.org]

²² Presbitero, A. (2009). *La Crisi 2007-?: fatti ragioni e possibili conseguenze*. Money and Finance Research Group.

Tuttavia, l'obiettivo del presente lavoro è quello di rintracciare le ragioni della crisi e quindi di fornire una chiave di lettura della bolla che ne consenta nei limiti del possibile la comparazione con quella olandese del 1670, per trarne eventualmente indicazioni utili per gli anni a venire.

In quest'ottica occorrerà anche chiedersi come sia stato possibile che una crisi nata in un Paese, seppur molto importante e influente come gli Stati Uniti d'America, abbia potuto influire in maniera così profonda su molti altri Paesi, se non addirittura a livello mondiale, con conseguenze tanto gravi.

Data la quantità di informazioni disponibili, si porrà particolare attenzione su alcuni aspetti della crisi più significativi ai fini dell'analisi comparativa, limitando la disamina di altri profili, che non sono stati peraltro di minore importanza.

Occorre evidenziare, in primo luogo, che la crisi dei mutui sub-prime ha mostrato alcune debolezze del sistema capitalista che hanno radici sia economiche sia sociali.

L'origine della fase discendente della crisi si può collocare temporalmente nell'estate del 2007 per gli Stati Uniti d'America; da tale periodo e collocazione geografica la crisi si è poi diffusa rapidamente fino a contaminare praticamente tutto il globo e molti settori dell'economia. Evidentemente, però, le radici della bolla risalgono ad un periodo precedente e sono riconducibili ad uno specifico settore del mercato: il mercato immobiliare, e più precisamente quello dei cosiddetti mutui "sub-prime". È bene evidenziare subito, tuttavia, che, sebbene nel 2006 i mutui sub-prime rappresentassero circa il 20% dei mutui in circolo nel mercato immobiliare, la crisi prodottasi in questo settore ha finito per devastare il mercato ipotecario americano ed quindi il sistema economico statunitense ed i mercati internazionali²³.

Per comprendere l'evoluzione della crisi, anzitutto bisogna analizzare l'oscillazione dei prezzi degli immobili dall'inizio del Novecento. Nel corso di tale periodo vi sono stati fondamentalmente due momenti in cui il costo delle case è aumentato rapidamente.

Il primo aumento significativo si registrò nel 1940 e la motivazione è semplice: nel corso della Seconda guerra mondiale le risorse venivano impiegate per i rifornimenti e gli armamenti e la costruzione di case si ridusse. Nel momento in cui i soldati fecero ritorno

²³ Duca, J. V., Muellbauer, J., & Murphy, A. (2010). *Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: lessons for the future*. *Journal of financial stability*, 6(4), 203-217

dal conflitto, nuove famiglie si formarono e, dato che l'offerta era rimasta bassa, quindi l'incremento improvviso della domanda fece schizzare i prezzi verso l'alto. Se comparato all'aumento dei prezzi delle case nel primo decennio di questo secolo, però, ciò che è accaduto nel 1940 appare un fenomeno di dimensioni ridotte.

Ciò che è ancora più sorprendente è il fatto che in tale secondo periodo storico non vi era una motivazione valida per l'aumento dei prezzi. Infatti, da una parte i costi di costruzione diminuivano, dall'altra la crescita demografica procedeva a ritmi costanti e quindi né dal lato della domanda né dal lato dell'offerta si possono evidenziare ragioni di fondo per un incremento sostanziale dei prezzi.

Alcuni economisti come Robert Shiller²⁴ evidenziarono tempestivamente come la crescita del mercato immobiliare non poteva proseguire indefinitamente. Tuttavia, il boom immobiliare si protrasse per circa un decennio dopo la prima pubblicazione di Shiller negli anni 2000, fino a giungere al crollo del 2008. Il calo fu rapido e molto consistente: si pensi che negli Stati Uniti i prezzi delle case diminuirono di circa il 30% tra il 2006 ed il 2009. Anche in altri paesi come il Regno Unito, la Spagna e l'Irlanda si verificò il medesimo fenomeno.

Il fenomeno ebbe un effetto di contagio sull'intero sistema economico: negli Stati Uniti ne derivò una diminuzione del PIL e una disoccupazione che dal 4,5% crebbe fino a superare il 9%. D'altronde, il valore delle case rappresentava circa il 30% del patrimonio delle famiglie, e quindi non era certo il fatto che anche i consumi diminuissero per tale motivo.

Per avere un metro comparativo della gravità degli eventi che si sono verificati negli ultimi anni, si può confrontare con quanto accaduto il 19 ottobre 1987, il c.d. "lunedì nero", in cui Wall Street registrò una diminuzione percentuale di venti punti in un solo giorno. Sebbene i titoli azionari costituiscono in media il 20% della ricchezza totale delle famiglie negli Stati Uniti, ciò non intaccò i consumi o la crescita del PIL del paese²⁵. Tanto è vero che nel 1988, il Paese registrò una crescita del 4% un punto in più rispetto all'anno precedente.

²⁴ Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance: Revised and expanded third edition*. Princeton university press.

²⁵ Barrell, R., & Davis, E. P. (2008). *The Evolution of the Financial Crisis of 2007—* 8. National Institute Economic Review, 206(1), 5-14.

Alla luce di tale esperienza anche nel 2006 c'era la speranza che il sistema finanziario potesse resistere al crollo dei prezzi delle case ed agli effetti negativi che ne sarebbero scaturiti. Così, però, non è stato. La perdita stimata dell'output mondiale a causa della crisi fu enorme. Si stima che il costo totale sia stato di cento volte superiore alla perdita subita dalla speculazione sui mutui ipotecari, se si considera che gli effetti della bolla hanno toccato numerosi Paesi oltre che gli Stati Uniti.

È fondamentale capire, allora, perché dall'inizio degli anni 2000 i prezzi delle case cominciarono ad aumentare e perché il loro crollo ebbe ripercussioni così drammatiche. Partendo con la prima questione, come si è analizzato nel capitolo precedente, spesso la fase di euforia precedente ad una crisi è frutto di un comportamento irrazionale da parte di un gruppo più o meno numeroso di soggetti.

L'iniziale aumento dei prezzi è stato in parte alimentato dal fatto che in quel periodo i tassi di interesse per i mutui erano particolarmente bassi, rendendo apparentemente molto vantaggioso l'acquisto di un immobile, soprattutto nella prospettiva che i prezzi delle case continuassero a salire. In realtà, i tassi di interesse erano mantenuti appositamente bassi, data l'inflazione altrettanto bassa, da uno degli organismi più importante per il sistema economico e finanziario statunitense, la FED (Federal Reserve System)²⁶. I prezzi delle case, d'altronde, non rientravano nel conteggio dell'indice per calcolare l'inflazione, o per lo meno non vi rientravano direttamente: a tal fine nel paniere erano inseriti solamente i canoni di affitto degli immobili, i quali non sono aumentati proporzionalmente o comunque abbastanza velocemente per influenzare in maniera considerevole l'indice dei prezzi al consumo. Se invece i prezzi delle case fossero stati inclusi nei conteggi della FED, la loro crescita avrebbero fatto lievitare l'inflazione, e ciò avrebbe fatto suonare un campanello d'allarme, portando presumibilmente la FED ad alzare i tassi di interesse e forse così la bolla non avrebbe raggiunto una tale gravità e dimensione.

Un altro motivo per cui risultò particolarmente conveniente per le famiglie l'acquisto di immobili fu una modifica legislativa in merito al processo di valutazione e di concessione dei mutui da parte delle banche, a seguito della quale le limitazioni divennero meno severe. La conseguenza di tale facilitazione fu quella di concedere prestiti alle famiglie

²⁶ Horvarth, R. (2016). *Financial crisis, speculative bubbles and the functioning of financial markets* (No. 3). FinMaP-Policy Letter.

con un rischio più alto che esse non fossero in grado di ripagare il debito, ovvero la creazione di una categoria di debitori/clienti definiti “sub-prime”.

Le banche si assunsero questo rischio in maniera indiretta, o almeno diversamente rispetto al passato. In precedenza, le banche, quando erogavano un prestito, erano obbligate a tenere tale operazione in bilancio fino alla data in cui esso veniva rimborsato completamente. La finalità ultima di tale obbligo risiedeva nell'intento del legislatore di incentivare l'istituzione finanziaria a tenere sotto controllo il cliente e assicurarsi che il prestito fosse rimborsato. Nel nuovo millennio, le banche statunitensi hanno avuto la possibilità di concedere un gran numero di mutui ipotecari e di finanziarli accorpandoli in un unico strumento finanziario, per poi venderlo ad altri investitori.

I risparmiatori che investirono in questi titoli, data l'enorme quantità di mutui coinvolti, non erano in grado di valutarne i rischi e confidavano che le banche avessero fatto una adeguata valutazione prima della concessione del credito.

Inoltre, fino agli anni Settanta, le banche negli Stati Uniti non potevano espandersi oltre i confini statali e quindi, attesa la struttura federali degli Stati Uniti, limitatamente allo Stato di costituzione: in altri termini esse potevano raccogliere solamente i risparmi delle famiglie e delle imprese locali. In questo modo, le banche, concentrando la propria attività esclusivamente su un certo tipo di clientela, erano deboli: esse erano infatti particolarmente soggette a shock negativi riguardanti specifiche zone del Paese. A titolo esemplificativo, durante gli anni Ottanta, quando ci fu una improvvisa diminuzione dei prezzi del petrolio, Stati come il Texas, dove il sistema economico era basato principalmente sul settore petrolifero, entrarono in recessione. Le banche texane, in quegli anni, facevano prestiti e gestivano gli affari solo con clienti locali e quando questi ultimi trovarono difficoltà nel ripagare i propri debiti, alcune di esse fallirono. Anche in seguito a questo episodio alla fine degli anni Ottanta furono varati alcuni provvedimenti, due in particolare, per rendere più solide ed efficienti le banche operanti nel suolo statunitense.

In primo luogo, fu concesso alle istituzioni finanziarie di poter operare anche oltre i confini statali, con la diretta conseguenza che le banche più piccole vennero inglobate dalle banche più solide e di grandi dimensioni: si ricorda per esempio la Bank of America, in origine operante in California, che aprì filiali in tutti gli Stati Uniti.

Il secondo provvedimento concerneva la nascita di nuovi prodotti finanziari, che consentivano alle banche di diversificare maggiormente il rischio senza la necessità di operare al di fuori di uno Stato. I nuovi strumenti finanziari trasformavano alcune attività, come i mutui ipotecari, in titoli che poi venivano emessi sul mercato. La *conditio sine qua non* per procedere all'emissione di tali titoli era costituita dalla titolarità del credito nei confronti del proprietario documento attestante la proprietà dell'immobile.

Esistevano anche altre forme di cartolarizzazione: si potevano emettere titoli di diverso tipo legati ad attività sottostanti. Si distinsero così i titoli privilegiati, che prevedono la prelazione sui rendimenti dei mutui ipotecari, dai titoli subordinati, che conferiscono all'investitore rendimenti soltanto nel caso in cui vengano rimborsati quelli privilegiati. I primi attraggono gli investitori che sono intenzionati a sopportare un minor rischio, mentre i titoli subordinati sono appetibili per chi è disposto a investire in condizioni di maggior rischio. I titoli che sono stati appena descritti sono chiamati CDOs (collateralized debt obligations) ed acquistarono sempre maggior importanza nel corso degli anni.

Sebbene lo scopo di questa tipologia di strumenti finanziari fosse quello di proteggere le banche, ciò poteva verificarsi soltanto se il processo di cartolarizzazione era eseguito nel modo corretto: le banche, infatti, non dovrebbero mai perdere il controllo sulle condizioni finanziarie dei propri clienti. Per limitare i rischi si sarebbe potuto consentire alle banche di vendere soltanto una parte del prestito concesso, affinché rimanessero esposte al rischio di credito fossero quindi indotte a controllare la solvibilità dei propri clienti. Imporre una regolamentazione efficiente era compito della FED, ma tale intento non pienamente perseguito.

La crisi dunque è anche il risultato della mancanza di una legislazione adeguata in materia finanziaria e non soltanto dell'uso dei nuovi prodotti nel mercato.

La FED e le autorità di regolamentazione del mercato, d'altronde, non poterono imporre alcune normative, poiché subivano pressioni da parte del governo, il cui intento negli anni duemila era quello di incrementare il numero di persone proprietarie di una casa.

Nel caso in cui, come avvenne nel periodo sopra riferito e per i motivi sopra indicati, le banche non siano abbastanza accorte nel concedere mutui ipotecari, fintanto che i prezzi immobiliari salgono esse riescono a percepire ampi margini di profitto; quando però il costo delle case inizia a scendere, si presenta un problema: se il valore della casa diventa minore dell'ammontare del mutuo, per i mutuatari diviene più conveniente abbandonare

la casa e non saldare il debito evitando di pagare le rimanenti rate. D'altra parte, alla banca non resta che rilevare la casa o metterla all'asta cercando di ricavare il più possibile, sebbene il valore sia comunque inferiore al prestito e di conseguenza, si debba registrare una perdita in bilancio.

Ciò tuttavia non rappresenta l'unica spiegazione rispetto a quanto è poi accaduto.

Infatti, gran parte dei mutuatari non abbandonò l'abitazione per la perdita di valore, ma molti di essi non riuscivano a pagare le rate del mutuo, divenendo così inadempienti.

Anche se le banche hanno registrato grandi perdite a causa dei mutui non onorati, ciò tuttavia ancora non spiega perché il sistema finanziario statunitense sia quasi arrivato al collasso.

In effetti, oltre al crollo dei prezzi ed alla riduzione dei consumi da parte delle famiglie, vi sono stati altri meccanismi e fattori che hanno amplificato la crisi.

3.2 – I meccanismi di propagazione della crisi

È importante soffermarsi sul ruolo delle banche come intermediari finanziari, ovvero quali soggetti che interpongono tra risparmiatori e soggetti richiedenti finanziamenti.

Tre meccanismi si sono rilevati di grande importanza per lo sviluppo della crisi: la leva finanziaria, la complessità dei prodotti e la liquidità.

Il rapporto di leva finanziaria definisce la proporzione all'interno di un'istituzione finanziaria o di un'azienda tra le attività finanziarie possedute ed il patrimonio. Le banche e le altre istituzioni finanziarie possono decidere, nei limiti consentiti dalla legge, di assumere un alto o basso grado di leva.

Come è facile immaginare, in periodi di sviluppo economico per le banche è conveniente mantenere un rapporto di leva elevato, poiché in tal modo possono ottenere un maggior margine di guadagno.

Un'elevata leva finanziaria, però, può risultare rischiosa: una riduzione del valore delle attività potrebbe condurre, infatti, ad una situazione di insolvenza dell'istituzione finanziaria.

Nel caso della crisi dei sub-prime, fino quando i prezzi delle case sono cresciuti, le banche hanno vissuto un periodo di particolare agio economico ed esponevano bilanci gonfiati da queste operazioni. D'altronde, come già rilevato, le istituzioni di vigilanza non sono intervenute a causa delle pressioni politiche che volevano agevolare l'acquisto di

immobili per le famiglie americane attraverso mutui accessibili. Alle banche con leva finanziaria elevata era concesso di continuare ad erogare prestiti, utilizzando di fatto non il capitale proprio ma quello messo loro a disposizione dagli investitori. Gli alti dirigenti bancari, grazie a queste operazioni, ricevevano dalle rispettive aziende ricchi premi che erano legati all'andamento dei profitti ed erano quindi incentivati a concludere ulteriori operazioni anche se a rischio crescente. Con il tempo, l'esempio delle banche fu imitato da altre istituzioni finanziarie (imprese finanziarie, hedge funds, etc.), e quindi il valore complessivo dell'esposizione finanziaria ed il conseguente rischio si ampliò a dismisura.

TAB. 3.2 – Rapporto di leva nelle maggiori istituzioni finanziarie degli Stati Uniti

Banche commerciali	9,8
Banche di credito cooperativo	8,7
Imprese finanziarie	10,0
Banche di investimento e hedge funds	27,1
Fannie Mae e Freddie Mac	23,5

[Fonte: Federal Reserve Bank of New York, newyorkfed.org]

Nella tabella sopra riportata sono indicati i valori del rapporto di leva finanziaria nelle principali organizzazioni finanziarie degli Stati Uniti nel 2007. Come si nota, il volume di investimenti poggiava su una quantità di capitale decisamente inferiore.

Ciò spiega perché, quando i prezzi hanno smesso di crescere, il sistema è diventato molto fragile.

Le banche che possedevano un alto rapporto tra attività e capitale sono state le prime a fallire e di conseguenza, non poterono più concedere prestiti. Anche le banche più solide cominciarono a dover assumere provvedimenti: per sopravvivere alla discesa dei prezzi delle case dovettero usare una gran parte del loro capitale. Il fenomeno coinvolse anche altri operatori: ad esempio, alcune compagnie assicurative, a causa dell'emissione dei "credit default swaps"²⁷, avevano investito una gran quantità di denaro nel mercato immobiliare, cosicché, quando il valore degli immobili è sceso, non sono riuscite a rientrare delle perdite subite con il capitale rimasto.

²⁷ I credit default swaps sono prodotti emessi dalle compagnie assicurative e servono per proteggersi dal rischio che il cliente, fallendo, non possa saldare il proprio debito.

In tali situazioni le istituzioni finanziarie possono rafforzare la propria posizione in tre modi. In primis, cercando di raccogliere più capitale, ma in un periodo di crisi finanziaria, non è facile per le banche attrarre investitori. Alternativamente, possono ridurre il numero dei prestiti concessi alle imprese ed alle famiglie. In ultima istanza, possono vendere le attività liquide in particolare i titoli azionari ed obbligazionari che hanno in portafoglio. A causa dell'assunzione di tali contromisure da parte dei maggiori operatori, però, si blocca il credito ed il prezzo dei titoli sul mercato azionario scende bruscamente.

Questi sono i tre processi principali che hanno fatto in modo che la crisi finanziaria si è trasformata in una crisi reale. Il crollo del mercato azionario aggiunto a quello immobiliare riducendo la ricchezza delle famiglie, ha fatto ridurre anche i consumi.

La complessità dei titoli rappresenta il secondo meccanismo che ha amplificato la portata della crisi. La cartolarizzazione di per sé è uno strumento opportuno e, come si è detto in precedenza, vi sono significativi vantaggi ad utilizzare questa forma di gestione dei crediti. Tuttavia, tali operazioni creano ulteriori rischi. Le agenzie di rating, chiamate a valutare i titoli derivati, hanno avuto difficoltà o hanno errato nella valutazione dei rischi ad essi connessi per l'ipotesi in cui i sottostanti crediti fossero divenuti inesigibili, sia per gli MBS (titoli obbligazionari che derivano da operazioni di cartolarizzazione su prestiti ipotecari)²⁸ sia per i titoli CDO. È proprio per questo motivo che questi prodotti finanziari presero il nome di titoli "tossici" o titoli "spazzatura". Una volta scoppiata la bolla perdettero ogni interesse per gli stessi investitori, che, per non assumere rischi, divennero restii a prestare denaro anche alle istituzioni che li detenevano.

L'ultima causa della propagazione della crisi concerne la liquidità delle banche.

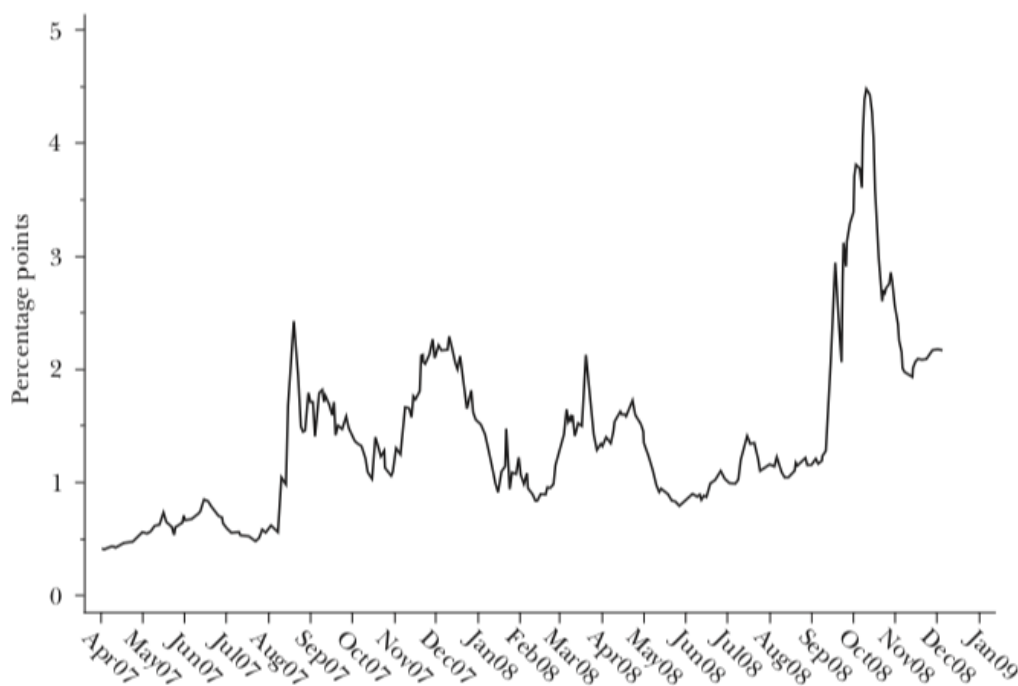
Dagli anni Novanta del XX secolo fino a quest'ultimo decennio, sono nate nuove fonti di finanziamento per le banche, che si sono aggiunte alla tradizionale raccolta del risparmio presso la clientela. Alle banche, infatti, è stato consentito di finanziare la propria gestione ed i propri investimenti anche grazie a prestiti a breve termine che vengono concessi da una banca all'altra, dando così flessibilità all'ammontare dei prestiti che il ricevente può erogare volta per volta. Questo sistema ha un costo, che si è evidenziato durante la crisi: se gli istituti finanziari e gli investitori in una fase di crisi non si fidano più delle banche, esse possono trovarsi in una situazione di penuria di fondi ed essere quindi costrette a procedere in tempi brevi a vendere le attività in bilancio per rimanere liquide.

²⁸ La definizione è proposta da Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it.

Così durante la crisi del 2007 le banche iniziarono a vendere in massa i titoli in portafoglio e ciò ha reso ben presto difficile la realizzazione di tali attività, con la conseguenza che in molti casi i titoli da esse posseduti furono venduti a prezzi molto bassi. D'altronde, essendo diminuiti i prestiti da parte di terzi, l'unica possibilità di riequilibrio finanziario rimasta alle banche era quella di mettere sul mercato le attività finanziarie più liquide.

La diffidenza delle banche nel prestarsi il denaro a vicenda in fase di crisi, si evidenzia attraverso il grafico raffigurante il Ted spread, che descrive la differenza tra il tasso certo, che è rappresentato da un titolo di Stato a tre mesi, ed il tasso d'interesse che le banche sono disposte a concedere ad altre banche. L'indice assume valori intorno allo zero nel caso in cui le banche non ritengano che ci sia rischio a prestarsi denaro vicendevolmente. Fino alla metà del 2007, i tassi si sono mantenuti abbastanza bassi. Quando, però, il 15 settembre 2008, la banca Lehman Brothers ha dichiarato bancarotta, oltre allo sgomento degli investitori, anche le banche reagirono manifestando forti timori ed alzando conseguentemente gli interessi sui prestiti alle altre banche, come si può notare dalla figura 3.3.

FIG 3.3 – Ted spread negli Stati Uniti da metà del 2007 fino al gennaio 2009



[Fonte: Bloomberg, bloomberg.com]

A causa dell'intervento concomitante dei descritti meccanismi di propagazione della crisi, nella seconda metà del 2008 il sistema finanziario statunitense era di fatto paralizzato, le banche non avevano più risorse da cui attingere credito ed il mercato azionario era crollato. Si passò così da una crisi finanziaria ad una crisi reale che colpì direttamente gran parte dei cittadini americani.

3.3 – Una crisi internazionale

La crisi finanziaria statunitense si è diffusa rapidamente anche negli stati con economie avanzate e poi anche nei paesi in via di sviluppo in tutto il mondo.

Il commercio internazionale è stato il primario canale di trasmissione. Lo scambio di merci ha infatti un'importante implicazione: le famiglie, le imprese e le istituzioni pubbliche investono una significativa quantità di denaro in beni e servizi esteri. La crisi degli Stati Uniti ha portato ad una diminuzione del reddito disponibile ed ha contratto quindi i consumi con conseguente riduzione della domanda di beni sia nazionali sia esteri. Le importazioni statunitensi sono crollate di circa il 40% in seguito allo scoppio della bolla. Gli Stati Uniti sono uno dei più grandi importatori al mondo e quindi il crollo dei consumi ha avuto un impatto economico importante anche su tutti i paesi esportatori in USA. Come è facile immaginare le nazioni con più rapporti con gli Stati Uniti sono stati anche quelli che hanno maggiormente subito la loro influenza. In particolare, paesi confinanti come il Canada e il Messico da cui gli Stati Uniti importano per circa il 15% per il primo ed il 10% per il secondo delle importazioni complessive. Sono stati colpiti gravemente anche gran parte degli Stati dell'Unione Europea e la Cina²⁹. Il Regno Unito e l'Irlanda hanno, per altro, subito ulteriori effetti di quanto accaduto nell'economia americana: le banche nazionali, infatti, hanno avuto problemi simili.

Occorre infine considerare che, in aggiunta a quanto verificatosi nel commercio internazionale, un altro canale di contagio internazionale è consistito nel mercato interbancario che, per i motivi sopra descritti, è stato immediatamente e gravemente colpito dalla crisi statunitense.

²⁹ Presbitero, A. (2009). *La Crisi 2007-?: fatti ragioni e possibili conseguenze*. Money and Finance Research Group

3.4 – Comparazione delle crisi finanziarie e conseguenti lezioni per il futuro

La ricerca sin qui condotta ha avuto ad oggetto due crisi finanziarie che hanno segnato la storia dell'economia per motivi diversi: la crisi dei tulipani del 1637 in Olanda, che viene considerata la prima crisi finanziaria della storia, e la bolla speculativa scoppiata negli Stati Uniti nel 2007, che è la crisi più recente e che ha avuto pesanti ripercussioni sui mercati finanziari ed anche sull'economia reale di numerosi paesi nel mondo.

In quest'ultima parte, si cercheranno di individuare alcune somiglianze tra i due fenomeni, nonostante i quasi quattro secoli che intercorrono fra i due eventi, senza dimenticare però le importanti differenze e, in primo luogo, quelle riguardanti il contesto storico e geografico.

Il sistema economico capitalista è stato sempre accompagnato da crisi finanziarie, con effetti spesso gravi per numerose categorie di persone ed operatori e talvolta per interi sistemi economici; l'evoluzione in materia prudenziale ha sicuramente aiutato a controllarle, ma senza riuscire ad eliminarle del tutto, come dimostra, appunto, la crisi del 2007.

Lo studio delle crisi economico-finanziarie del passato è dunque indispensabile per raggiungere una piena consapevolezza delle dinamiche comportamentali al fine di verificare l'assunto della razionalità del mercato e dei suoi operatori, comprendere la complessità dei fenomeni finanziari e, se possibile, introdurre dei correttivi o dei meccanismi che possano ridurre il rischio di crisi, limitarne la dimensione, la propagazione, i soggetti coinvolti ed in genere i danni al sistema economico nel suo complesso.

I due fenomeni si sono verificati ad una considerevole distanza nel tempo.

È interessante paragonare le due crisi in primis per l'aspetto temporale, dato che la prima apre la storia delle crisi finanziarie moderne, e la seconda è la più recente: ciò consente di verificare in che misura il progresso economico, tecnologico e culturale ha mutato lo sviluppo, gli effetti e le conseguenze delle crisi finanziarie.

La bolla dei tulipani ebbe luogo nell'Olanda protestante del 1600, nel periodo che coincide con la nascita dei mercati finanziari, che pertanto non erano all'epoca pienamente regolamentati. L'Olanda era un piccolo paese che aveva appena acquisito l'indipendenza, dove la maggior parte dell'occupazione era data da lavori tradizionali, come quello dell'artigiano, del bracciante, del marinaio e del contadino.

La crisi dei sub-prime si è sviluppata, al contrario, nel 2007 in una nazione come gli Stati Uniti, un paese industrializzato, uno dei leader mondiali in termini di output e centro dei mercati finanziari di tutto il globo, ormai regolati da lungo tempo da una articolata legislazione e soggetti alla vigilanza di autorità competenti per evitare abusi.

Nonostante ciò, il comportamento degli investitori nel corso della crisi non sembra molto cambiato, in particolare, se si considera l'atteggiamento rispetto al rischio di determinati investimenti.

Analizzando esclusivamente l'andamento dei prezzi dei beni oggetto delle due crisi, da una parte il tulipano e dall'altra parte gli immobili ed i titoli emessi per il finanziamento del loro acquisto, l'andamento dei due fenomeni risulta molto simile.

Riprendendo il modello di Minsky³⁰ e lo studio di Kindleberger³¹, emerge chiaramente la somiglianza tra l'iniziale tendenza all'aumento dei prezzi dei beni seguita da una rapida discesa. Sebbene i contesti fossero profondamente differenti, il comportamento da parte degli agenti del mercato - nel primo caso principalmente soggetti individuali in veste di investitori e nel secondo le banche - è simile, in quanto si evidenzia come all'origine della bolla vi sia il loro intento di sfruttare una nuova opportunità di investimento cercando di ricavare degli alti ritorni economici. Negli anni che hanno preceduto entrambe le crisi si era sviluppata, infatti, un'euforia all'interno del sistema economico, socialmente evidente, dovuta alla diffusa percezione di agevoli guadagni di breve periodo.

Ciò che differisce, invece, è l'oggetto della speculazione, l'avvenimento che dà inizio alla fase discendente, e cambiano evidentemente anche i contesti sociali e culturali.

Si passa dal Seicento olandese, in cui per arrivare a mete commerciali come le Indie occorrevano anni, all'epoca della digitalizzazione; ciò potrebbe far sembrare le due epoche come veri e propri "mondi diversi" e come tali non comparabili o comunque privi di significativi elementi comuni.

Eppure, ciò che accomuna le due crisi non è tanto la natura delle loro cause, quanto la loro morfologia. Per capire pienamente gli avvenimenti è necessario analizzare la psicologia degli individui che ne sono protagonisti; in quest'ottica il comportamento degli

³⁰ Minsky, H. P. (1987). *Stabilizing an Unstable Economy*, *A Twentieth Century Fund Report*. *Political Science Quarterly*, 102(4), 722

³¹ Kindleberger, C. P., & Grossi, F. (1981). *Euforia e panico: storia delle crisi finanziarie*. Laterza

investitori è sostanzialmente conforme nei due casi sia nella fase euforica, sia in quelle successive dopo il rivolgimento.

Riprendendo una citazione di Kindleberger: “se si può prendere a prestito un proverbio francese, più qualcosa cambia, più rimane la stessa. I dettagli proliferano, le strutture permangono”.

Le lezioni che si possono imparare dalla comparazione delle due crisi sono numerose.

I fattori tipici comuni sono vari, a partire dalla sottovalutazione dei rischi degli strumenti finanziari, specie nella iniziale fase di euforia, sulle prospettive di guadagno.

Tuttavia, vi è una discrepanza marcata fra la bolla dei tulipani e la crisi dei mutui subprime sotto un duplice aspetto: la diversa complessità dell’oggetto dell’investimento, e quindi, il diverso livello di asimmetria informativa corrente, e il livello di interconnessione dei mercati con gli altri paesi (relativamente di basso grado nel primo caso se confrontato alla crisi del 2007).

Nel primo caso l’investimento era evidentemente connesso a beni reali, di recente immissione sul mercato e caratterizzato da una certa varietà, ma sostanzialmente ben noto agli investitori. Nel secondo caso i titoli connessi ai mutui ipotecari erano stati costruiti da banche e da istituzioni finanziarie assemblando una molteplicità di categorie debitorie. Sebbene quindi i titoli apparentemente trovavano garanzia nei beni immobili, la loro articolazione e regolazione era assai complessa.

Il secondo aspetto rappresenta, forse, la differenza più profonda tra le due crisi.

Lo sviluppo tecnologico e la globalizzazione hanno aumentato esponenzialmente il numero e la velocità di scambi che avvengono tra i paesi al giorno d’oggi. L’interconnessione non è, però, data dalla mera componente materiale: investimenti in denaro su azioni, obbligazioni estere e titoli anche derivati avvengono ogni giorno.

La rete di legami esistenti nell’Olanda del Seicento con gli altri mercati non è in alcun modo comparabile con quella che caratterizza il mondo contemporaneo e questo è principalmente il motivo per cui la prima crisi è rimasta all’interno dei confini nazionali, mentre nel secondo caso la crisi ha contagiato molti altri paesi.

Sebbene ci siano innumerevoli differenze dal punto di vista geografico, temporale ed economico, rimangono e rimarranno, comunque, elementi che sono endogeni al sistema capitalista e che non possono mutare.

Conclusioni

Il problema delle cause, delle dinamiche, delle conseguenze e delle possibili contromisure delle crisi finanziarie, ad oltre 400 anni dalla prima crisi dei tulipani, è ancora un tema di estrema attualità.

Autorevoli economisti e storici dell'economia hanno sviscerato a fondo il fenomeno ed hanno proposto in alcuni casi soluzioni o contromisure attraverso interventi di politica economica.

La vigilanza prudenziale gioca un ruolo centrale nella prevenzione delle crisi al giorno d'oggi e attraverso alcuni interventi che sono stati implementati per il monitoraggio dei bilanci delle aziende che operano nel mercato finanziario, si cerca di migliorare il sistema economico in modo da non essere esposti a crisi come quella iniziata nel 2007.

Sebbene l'analisi delle crisi si sia limitata ad alcuni aspetti, essa ha dimostrato limiti e potenziali debolezze del sistema finanziario, il cui andamento non a caso è caratterizzato da crisi ricorrenti che fanno parte integrante delle diverse fasi economiche.

Come è emerso dalla ricerca, la crisi più recente condivide alcune caratteristiche con quella che gli storici definiscono come la primissima, anche se vi sono evidentemente degli aspetti distintivi, connessi in particolare, ma non soltanto, al contesto storico-geografico e socioeconomico.

Come le precedenti, inoltre, la bolla del 2007 ha confermato ancora una volta la ciclicità del sistema economico, caratterizzata da una fase ascendente ed una discendente.

Attualmente le crisi finanziarie sono considerate dai paesi industrializzati come un fenomeno noto, che viene quindi gestito in maniera migliore rispetto al passato. I precetti che ci vengono forniti da numerosi studiosi, i contributi di due dei quali sono stati approfonditi nella presente ricerca (Minsky e Kindleberger), sono preziosi, ma al contempo vanno applicati ed adattati a seconda del contesto in cui si interviene.

Diverse raccomandazioni risultano utili per prevenire, contenere, limitare o ridurre gli effetti delle crisi finanziarie come la regolazione della leva finanziaria o come l'introduzione di regole volte ad assicurare maggiore *disclosure* sui rischi di determinati prodotti finanziari, ma ciò che è certo è che ancora oggi nell'ambito dei sistemi caratterizzati da una libera economia di mercato non esiste un sistema nel quale le banche e gli altri operatori del sistema finanziario non possano fallire o non possa insorgere un

periodo di crisi economica. Le regolamentazioni debbono, quindi, evolversi nel tempo parallelamente al mutamento delle condizioni e delle esigenze dei mercati, cercando quantomeno di evitare i fenomeni catastrofici.

Bibliografia

- Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). *The financial crisis of 2007-2009: Causes and remedies*. Financial markets, institutions & instruments, 18(2), 89-137.
- Adams, J. (2005). *The familial state: Ruling families and merchant capitalism in early modern Europe*. Cornell University Press.
- Ball, R. (2009). The global financial crisis and the efficient market hypothesis: what have we learned? *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(4), 8-16.
- Barone, R. (2003). *Dai mercati efficienti alla finanza comportamentale*. Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche e Matematico-Statistiche dell'Università del Salento-Collana di Economia, 2003(46/24).
- Barrell, R., & Davis, E. P. (2008). *The Evolution of the Financial Crisis of 2007—* 8. National Institute Economic Review, 206(1), 5-14.
- Berger, D., & Turtle, H. J. (2015). Sentiment bubbles. *Journal of Financial Markets*, 23, 59-74.
- Calvo, G. (2013). *The Mayekawa Lecture: Puzzling over the Anatomy of Crises: Liquidity and the Veil of Finance*. Monetary and Economic Studies, 31, 39-64.
- Christenhusz, M. J., Govaerts, R., David, J. C., Hall, T., Borland, K., Roberts, P. S., ... & Fay, M. F. (2013). *Tiptoe through the tulips—cultural history, molecular phylogenetics and classification of Tulipa (Liliaceae)*. Botanical journal of the Linnean Society, 172(3), 280-328.
- Cohen, B. (1997), *The Edge of Chaos. Financial Booms, Bubbles, Crashes and Chaos*, John Wiley & Sons, New York.
- Croxton, D. (1999). *The Peace of Westphalia of 1648 and the Origins of Sovereignty*. The international history review, 21(3), 569-591.
- De Bondt, W. F., & Forbes*, W. P. (1999). *Herding in analyst earnings forecasts: evidence from the United Kingdom*. European Financial Management, 5(2), 143-163.
- Degasperi, G. (1999). *La dinamica delle crisi finanziarie: i modelli di Minsky e Kindleberger*. University of Trento.
- Degasperi, G., & Erzegovesi, L. (1999). *I mercati finanziari come sistemi complessi: il modello di Vaga*. University of Trento.

- Dekker, R. (1986). *Holland in beroering. Oproeren in de 17de en 18de eeuw*. *Low Countries Historical Review*, 101(2), 241.
- De Luca, G. (2012). *Le crisi finanziarie dalla Tulipanomania alla bolla del 1987: lezioni dalla storia*. Istituto Lombardo-Accademia di Scienze e Lettere-Rendiconti di Lettere.
- Doorenbos, J. (1954). *Notes on the history of bulb breeding in the Netherlands*. *Euphytica*, 3(1), 1-18.
- Duca, J. V., Muellbauer, J., & Murphy, A. (2010). *Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: lessons for the future*. *Journal of financial stability*, 6(4), 203-217.
- Faludi, A. (2005). *The Netherlands: A culture with a soft spot for planning*. *Comparative planning cultures*, 285-307.
- Frasca, Francesco (2016). *La marina olandese del XVII secolo*. *Rivista marittima*.
- French, D. (2006). *The Dutch monetary environment during tulipmania*. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 9(1), 3-14.
- Garber, P. M. (1989). *Tulipmania*. *Journal of political Economy*, 97(3), 535-560.
- Garofalo, G. (1995). *Le dinamiche dei sistemi finanziari*. *Edizioni Scientifiche Italiane*.
- Gelderblom, O., & Jonker, J. (2004). *Completing a financial revolution: the finance of the Dutch East India trade and the rise of the Amsterdam capital market, 1595–1612*. *The journal of economic history*, 64(3), 641-672.
- Giavazzi, F., & Amighini, A. (2011). *La crisi del 2007-2010*. O. BLANCHARD “Macroeconomia”, Il Mulino.
- Golden, R. M. (Ed.). (2012). *The Huguenot connection: The Edict of Nantes, its revocation, and early French migration to South Carolina* (Vol. 125). Springer Science & Business Media.
- Hart, M. T. (2014). *The Dutch wars of independence: warfare and commerce in the Netherlands 1570-1680*. Routledge.
- Hyma, A. (1938). *Calvinism and Capitalism in the Netherlands, 1555-1700*. *The Journal of Modern History*, 10(3), 321–343.
- Horvarth, R. (2016). *Financial crisis, speculative bubbles and the functioning of financial markets* (No. 3). *FinMaP-Policy Letter*.
- Lucassen, J. (2004). *A multinational and its labor force: the Dutch East India Company, 1595–1795*. *International Labor and Working-Class History*, 66, 12-39.

- Kindleberger, C. P., & Grossi, F. (1981). *Euforia e panico: storia delle crisi finanziarie*. Laterza.
- Krugman, P. (1995). *Dutch tulips and emerging markets*. *Foreign Aff.*, 74, 28.
- Lastra, R. M., & Wood, G. (2010). *The crisis of 2007–09: nature, causes, and reactions*. *Journal of International Economic Law*, 13(3), 531-550.
- Lesnaw, J. A., & Ghabrial, S. A. (2000). *Tulip breaking: Past, present, and future*. *Plant disease*, 84(10), 1052-1060.
- Lo, A. W. (2009). Regulatory reform in the wake of the financial crisis of 2007-2008. *Journal of Financial Economic Policy*, 1(1), 4-43.
- Mertz, C. K., Slovic, P., & Purchase, I. F. H. (1998). *Judgments of chemical risks: comparisons among senior managers, toxicologists, and the public*. *Risk Analysis*, 18(4), 391-404.
- Minsky, H. P. (1987). *Stabilizing an Unstable Economy, A Twentieth Century Fund Report*. *Political Science Quarterly*, 102(4), 722.
- Minsky, H. P. (1957). *Monetary systems and accelerator models*. *The American Economic Review*, 47(6), 860-883.
- Mishkin, F. S. (1992). *Anatomy of a financial crisis*. *Journal of evolutionary Economics*, 2(2), 115-130.
- Olsen, R. A. (1997). *Investment risk: The experts' perspective*. *Financial Analysts Journal*, 53(2), 62-66.
- Olsen, R. A. (1997). *Prospect theory as an explanation of risky choice by professional investors: Some evidence*. *Review of Financial Economics*, 6(2), 225-232.
- Ormrod, D., & David, O. (2003). *The rise of commercial empires: England and the Netherlands in the Age of Mercantilism, 1650-1770* (Vol. 10). Cambridge University Press.
- Pearce, J. (1998). *A rare delftware Hebrew plate and associated assemblage from an excavation in Mitre Street, City of London*. *Post-Medieval Archaeology*, 32(1), 95-112.
- Presbitero, A. (2009). *La Crisi 2007-?: fatti ragioni e possibili conseguenze*. Money and Finance Research Group.
- Price, J. L. (1998). *The Dutch Republic in the seventeenth century*. Macmillan International Higher Education.
- Price, J. L. (2012). *Dutch culture in the Golden Age*. Reaktion Books.

Robins, N. (2012). *The corporation that changed the world: how the East India Company shaped the modern multinational*. *Asian Affairs*, 43(1), 12-26.

Rubaltelli, E. (2006). *Psicologia dei mercati finanziari: distorsioni cognitive, percezione del rischio e comportamenti collettivi*. *Giornale italiano di psicologia*, 33(1), 57-82.

Rumiati, R., & Mistri, M. (Eds.). (1998). *Psicologia economica: itinerari di lettura*. Carocci editore.

Sajdi, D. (Ed.). (2014). *Ottoman tulips, Ottoman coffee: leisure and lifestyle in the eighteenth century*. IB Tauris.

SAOIB, O. F. (2001). *Kindleberger-Minsky's Framework*. *Brazilian Journal of Political Economy*, 21(2), 82.

Schama, S. (1988). *The embarrassment of riches: An interpretation of Dutch culture in the Golden Age*. Univ of California Press.

Schroeder, J. E. (1999). *Consuming representation: Insights from Dutch art of the golden age*. ACR North American Advances.

Schumpeter, J. A., & Labini, P. S. (1977). *Teoria dello sviluppo economico*. Firenze.: Sansoni.

Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance: Revised and expanded third edition*. Princeton university press.

Silva, W., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2017). An analysis of the literature on systemic financial risk: A survey. *Journal of Financial Stability*, 28, 91-114.

Simon, H. A. (1997). *Models of bounded rationality: Empirically grounded economic reason* (Vol. 3). MIT press.

Tawney, R. H. (2017). *Religion and the Rise of Capitalism*. Routledge.

Taylor, L., & O'Connell, S. A. (1985). *A Minsky crisis*. *The Quarterly Journal of Economics*, 100(Supplement), 871-885.

Ter Voert, M. (1993). *The effect of religion on work attitudes in the Netherlands*. *Social Compass*, 40(1), 33-44.

Thompson, E. (2007). *The Tulipmania: Fact or Artifact?* *Public Choice*, 130(1/2), 99-114.

Tracy, J. D., & Israel, J. (1996). *The Dutch Republic: Its Rise, Greatness, and Fall, 1477-1806*. *Sixteenth Century Journal*, 27(3), 892.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. *Science*, 185(4157), 1124-1131.

Van Aitzema, L. (1994). *Historie of Verhael van saken van staet en oorlogh, in, ende ontrent de Vereenigde Nederlanden*. (Vol. 4). I. Veely.

Van der Burg, M. (2010). *Transforming the Dutch Republic into the Kingdom of Holland: the Netherlands between Republicanism and Monarchy (1795–1815)*. *European Review of History—Revue européenne d'histoire*, 17(2), 151-170.

Van der Veen, A. M. (2012). *The Dutch Tulip Mania: The Social Foundations of a Financial Bubble*. Williamsburg: College of William & Mary.

Van Leeuwen, B., & van Zanden, J. L. (2009). *The origins of modern economic growth? Holland between 1500 and 1800*. University of Warwick and Utrecht University.

Van Schouwenburg, K. L. (1989). Het personeel op de schepen van de Kamer Delft der VOC in de tweede helft der 18e eeuw. *Tijdschrift voor zeegechiedenis*, 8, 179-86.

Wang, P., & Wen, Y. (2012). Speculative bubbles and financial crises. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(3), 184-221.

Weber, M. (2013). *The Protestant ethic and the spirit of capitalism*. Routledge.

Vito, F. (1934). *Il risparmio forzato e la teoria dei cicli economici*. *Rivista internazionale di scienze sociali*, 3-46.

Wolff, W. J. (1993). *Netherlands-wetlands*. Kluwer Academic Publishers.

Sitografia

Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/europe>

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

Delft royal pottery: <https://www.royaldelft.com/ons-blauw/royal-delft/item6274>

Federal Reserve Economic Data: <https://fred.stlouisfed.org>

Federal Reserve Bank of New York: <https://www.newyorkfed.org/>