

La bolla cinese non è figlia di troppa speculazione, ma del suo malfunzionamento

Al contrario di quel che pensano i nemici del "liberismo sfrenato", le bolle azionarie non si formano per un eccesso di speculazione, bensì per un suo difetto di funzionamento. Ma ci arriviamo alla fine. Intanto, che cosa è una bolla? Un livello dei prezzi che non ha giustificazione negli andamenti delle imprese quotate, che è come dire che si hanno dei prezzi troppo alti in rapporto agli utili che si potranno realizzare in un arco temporale credibile. Se i prezzi delle bolle sono irrazionali, perché si formano? Per la combinazione di una storia vera, che giustifica l'ingresso in Borsa, con l'idea che, se tutti investono, si riuscirà a vendere le azioni a dei prezzi ben maggiori a chi arriva per ultimo.

La bolla della tecnologia - o del Nasdaq - del 2000 si basava su una storia vera: a distanza di un decennio siamo, infatti, tutti connessi in rete, sia gli individui sia le imprese. Anche la bolla cinese si basa su una storia vera: un paese con oltre un miliardo di persone in corso di veloce industrializzazione non può avere una Borsa più piccola di quella giapponese, un paese i cui abitanti sono meno di un decimo dei cinesi. Il punto della bolla non è perciò la storia, o la narrazione, che è vera, ma l'eccessiva velocità con cui i prezzi crescono rispetto al materializzarsi del futuro. Se i prezzi del Nasdaq fossero cresciuti lentamente nessuno avrebbe avuto niente da ridire. Si ha chi compra le azioni investendo solo i propri denari, poniamo 200 euro, e si ha chi se li fa in parte prestare, poniamo che mette 100 euro suoi e 100 prestati dalla banca. Se i

prezzi salgono fino a 400 euro, il primo guadagna 200 euro, il secondo ben 300. Se però i prezzi scendono a 100 euro, il primo perde 100 euro, il secondo anche, ma i soldi che gli restano sono della banca: ragion per cui, se i prezzi non risalgono, perde tutto. Negli Stati Uniti - al tempo della bolla - quelli che compravano a prestito erano circa il due per cento della capitalizzazione di Borsa, in Cina siamo arrivati al quindici per cento. La Borsa cinese, se in caduta, può perciò produrre degli effetti devastanti sulla ricchezza delle famiglie che si sono indebitate per comprare azioni e, per estensione, sui crediti delle banche.

La fragilità della bolla è duplice: a) i prezzi crescono troppo in fretta, b) in troppi investono indebitandosi. Perciò, quando i prezzi cadono, e ciò accade sempre, in troppi perdono. Da qui la tentazione di frenare le vendite. Tentazione che segue due strade: l'intervento dello stato sul costo del denaro per ridar fiato agli indebitati, e il blocco delle vendite scoperte, secondo alcuni il luogo di elezione degli speculatori. Come funziona la vendita scoperta? Prendo a prestito i titoli e li vendo, perciò, se i prezzi cadono, li ricompro a prezzo inferiore e quindi li rendo al prezzo iniziale, guadagnando sulla differenza. Le vendite scoperte hanno successo, se non arrivano troppi acquirenti. Altrimenti detto, quando c'è un vuoto di domanda, lo scopertista è re, ma non prima.

L'ascesa della Borsa diventa nell'immaginario collettivo l'estrinsecazione del futuro roseo, mentre la caduta è il frutto degli avi-

di speculatori scopertisti. Ma non è così. Ci fossero più speculatori scoperti, che non arrivino solo alla fine della festa, quando c'è il vuoto di domanda, non ci sarebbero le bolle. In un mercato in bolla, da un certo punto in poi, gli scettici venderanno le loro azioni agli ottimisti. Successivamente, gli investitori dormienti, vedendo i prezzi salire molto, entreranno nel mercato. Si hanno così sia gli ottimisti della prima ondata, sia gli ottimisti (gli ex dormienti) della seconda ondata. Gli scettici, quelli che hanno venduto per primi, una volta che abbiano venduto i loro titoli, non possono fare nulla, se non aspettare e vedere come va a finire. Se invece ci fossero molte vendite allo scoperto, ecco che gli scettici sarebbero sempre presenti nel mercato. Essi frenerebbero con le loro vendite la crescita dei prezzi, e quindi la bolla. La bolla, invece, continua in assenza di vendite scoperte, fino a quando, non arrivando la terza ondata di ottimisti, ossia arrivando il vuoto di domanda, tutto cade. E qui tornano gli scopertisti. Se il meccanismo non fosse questo, non avremmo un andamento simile delle bolle: un'ascesa veloce che dura molto, e una caduta repentina in poco tempo. La costanza della forma delle bolle trova una spiegazione nel meccanismo descritto.

Il mercato sempre ottimista, in ascesa perpetua, è come un sistema politico in cui hanno voce solo quelli che sono a favore del governo. L'opposizione al mercato sempre in salita è perciò quella del partito degli scopertisti che però agiscono in ritardo.

Giorgio Arfaras

IL FOGLIO 29/07/2015