
Un riconoscimento alla finanza (psico) logica

Autore: Vittorio Pelligra

Fonte: Città Nuova

Il premio è stato attribuito a Peter Hansen, Eugene Fama e Robert Schiller, che hanno studiato da prospettive differenti l'andamento e l'efficienza dei mercati finanziari

Una vecchia barzelletta diceva che l'economia è l'unica disciplina nella quale due persone possono ricevere il premio Nobel, anche se sono arrivate, con i loro studi, a risultati che si contraddicono a vicenda. Nella versione forte, la stessa barzelletta dice che due persone possono perfino *condividere* lo stesso premio Nobel, anche se le loro idee si contraddicono a vicenda. Il caso più famoso fu quello di **Gunnar Myrdal** e **Friedrich von Hayek**, che pur avendo posizioni diametralmente opposte vinsero insieme il premio Nobel nel 1974. Quest'anno, tale curioso fenomeno sembra essersi ripetuto di nuovo. **Peter Hansen** (nella foto a destra), uno dei tre vincitori, ha sviluppato metodi statistici altamente sofisticati per la misurazione di alcuni fenomeni finanziari ed è quindi in un certo senso il meno controverso dei tre; **Eugene Fama** (a sinistra nella foto) invece è stato l'economista che più di tutti ha lavorato negli ultimi decenni alla definizione e allo sviluppo dell'idea di mercati efficienti, mentre il terzo, **Robert Schiller**, è stato quello che più di tutti ha lavorato per mostrare quanto tale idea dell'efficienza dei mercati si riveli, nei fatti, fallace.

Rappresentano insieme l'evoluzione dell'idea centrale della finanza moderna, che ci ha condotto dalla visione di Fama, secondo cui i mercati utilizzano al meglio tutta l'informazione disponibile per produrre risultati efficienti e che quindi non devono essere "disturbati" da una regolamentazione troppo invadente, a quella di Shiller, in base alla quale i mercati, al contrario, devono essere protetti da forme importanti di regolamentazione, per evitare quelle forme di "euforia irrazionale", per citare il titolo di un suo fortunato libro del 2000, che contribuiscono alla nascita delle bolle e all'insorgere delle crisi.

L'ipotesi dei mercati efficienti (***Efficient-market hypothesis***) sviluppata da Fama negli anni '60, postula in poche parole che i prezzi dei titoli scambiati nei mercati riflettono in maniera precisa il valore delle imprese che emettono quegli stessi titoli, perché il mercato usa al meglio, in maniera efficiente appunto, tutta l'informazione passata, presente e anche nascosta, a seconda della versione dell'ipotesi che si adotta, che può essere "debole", "semi-debole" o "forte", rispettivamente.

Ciò significa, per esempio, che non potrà mai esserci una sistematica e persistente differenza tra il prezzo di un'azione e il reale valore economico in termini di profitti attesi, dell'impresa che emette quell'azione. Le ragioni alla base di questa conclusione sono tre. La prima è che gli agenti economici sono perfettamente razionali; la seconda è che se anche gli agenti non fossero razionali e dovessero commettere degli errori nell'attribuire i prezzi ai titoli, questi errori non sarebbero correlati, cioè, per

esempio, un agente attribuirà un prezzo troppo elevato, ed un altro un prezzo troppo basso. Considerando i milioni di soggetti che operano nei mercati, questi errori se non correlati tenderanno quindi ad annullarsi facendo convergere il prezzo di mercato verso il valore fondamentale corretto. La terza ragione ha a che fare con il cosiddetto arbitraggio. Se anche gli agenti non fossero razionali ed i loro errori fossero sistematici e correlati, esisterebbe sempre la possibilità, da parte di altri agenti, di speculare sui loro errori e di impoverirli così tanto da spazzarli via dal mercato e rendere le conseguenze dei loro bizzarri comportamenti ininfluenti. Alla luce di questa impostazione si può capire come, anche recentemente, Fama abbia potuto affermare: «Non so cosa sia una bolla. Questa parola è diventata popolare, ma io credo che non abbia alcun significato».

La conseguenza principale dell'ipotesi di efficienza dei mercati sta nel fatto che i mercati, se vogliamo che producano risultati ottimali, devono essere deregolamentati, proprio per non ostacolarne il funzionamento. E questa è stata la linea condivisa sostanzialmente da tutti i segretari al Tesoro che si sono susseguiti negli Stati Uniti, dall'amministrazione Clinton fino all'attuale.

Le ricerche di Robert Shiller ([qui le sue lezioni on-line](#)), hanno un'impostazione decisamente differente. Iniziano, infatti, quando si smette di guardare ai modelli e si comincia a confrontarsi con il mondo reale. Qui, nel mondo reale, si scopre che gli agenti economici non sono proprio logici, ma psico-logici, cioè soggetti alle leggi della psicologia e quindi, spesso, tutt'altro che razionali. Si nota anche che gli errori che commettono sono, per questo, correlati e sistematici e che le opportunità di arbitraggio nei mercati sono molto limitate, costose e rischiosissime. Questi "fatti" smontano, una per una, le "assunzioni" su cui Fama basa l'ipotesi dei mercati efficienti, ma allo stesso tempo non distruggono la teoria finanziaria, al contrario, contribuiscono, proprio perché il comportamento degli agenti continua ad essere prevedibile, a delinearne una migliore, la cosiddetta finanza comportamentale (*behavioural-finance*), di cui appunto Shiller è uno dei principali esponenti. Ecco allora che le stranezze che osserviamo tutti i giorni sui mercati, dalle epidemie di panico alle mode degli investitori, dalla frenesia dello scambio all'eccessiva fiducia in sé stessi, che mostrano i *traders* dilettanti, cominciano ad acquistare un senso. Se le emozioni e le nostre distorsioni cognitive contano, allora è facile spiegarsi come in un ambiente per giunta estremamente imperfetto come quello dei mercati finanziari, si possano verificare bolle e crolli, generarsi fortune e disgregarsi imperi, nel giro di nanosecondi. Nel 2000 Shiller scriveva: «In queste condizioni anche se riuscisse a mantenere o persino ad aumentare sostanzialmente il suo livello, è quasi certo che nei prossimi 10-20, il mercato azionario avrà prospettive alquanto scarse, e forse anche pericolose». Pochi mesi dopo il mercato azionario crolla e dopo meno di 10 anni, nel 2007, i sintomi della crisi finanziaria globale, iniziano a manifestarsi in tutta la loro drammaticità.

Ecco dunque che in questo nuovo panorama che la finanza comportamentale delinea, vediamo sostituirsi al facile ottimismo dell'efficienza dei mercati, la cautela delle norme, la tutela dei risparmiatori e dei contribuenti e la diffidenza, sempre più necessaria verso chi concepisce il progresso economico come la creazione di denaro a mezzo di denaro.

Una nota finale di *academic gossip* mi sembra significativa. Il suo ultimo libro, ***Spiriti Animalì, come***

la natura umana può salvare l'economia, Shiller l'ha scritto a quattro mani con **George Akerlof**, anche lui premio Nobel per l'economia nel 2001 per il suo lavoro sulle informazioni asimmetriche e le imperfezioni dei mercati. Akerlof, per inciso, è anche il marito di [Janet Yellen](#), appena nominata da **Barack Obama** alla presidenza della Federal Reserve. Che questi due eventi, il Nobel a Shiller e la nomina della Yellen, pure tra loro non collegati, segnino uno *zeitgeist* che cambia, una inversione di tendenza verso un'economia meno schiava della finanza e più attenta alla realtà del mondo?