



L'intervento

di ANTONIO FOGLIA

Crisi, non bastano i Nobel per trovare l'uscita

Mercati liberi o da imbrigliare? Il premio riapre il dibattito su come evitare altri crac



L'Accademia Reale delle Scienze svedese, che assegna i premi Nobel per l'economia, sembra aver voluto prendere in giro, forse giustamente, gli economisti che si occupano di mercati finanziari. Ha assegnato due dei tre premi di quest'anno ad economisti che propongono visioni diametralmente opposte. Per Fama, della liberista università di Chicago, i mercati finanziari sono molto efficienti e vanno quindi lasciati a se stessi. Per Shiller, che insegna a Yale, università progressista, i mercati sbagliano spesso e vanno quindi imbrigliati. A molti operatori entrambe le visioni sembrano errate. I mercati non sono tanto efficienti quanto ritiene Fama. Ma non sono nemmeno irrazionali come li descrive Shiller.

Fama applica l'analisi statistica a serie storiche di prezzi e rendimenti per concludere che i prezzi ingloba-

no tutte le informazioni disponibili nel momento in cui si formano e che nessuno può quindi sperare, alla lunga, di battere il mercato, se non per caso. La teoria è alla base del successo commerciale degli Index Funds, che replicano passivamente la performance degli indici del mercato azionario, ed è profondamente radicata nelle convinzioni della maggioranza del mondo accademico e dei regolatori.

Analizzando i rendimenti di qualche gestore fuoriclasse che abbia ottenuto per anni risultati eccezionali, i sostenitori della teoria di Fama osservano che, se milioni di scimmie giocassero a freccette, statisticamente sarebbe possibile che una faccia ripetutamente centro. Oppure ne spiegano il successo con rischi corsi implicitamente e non adeguatamente evidenziati nel confronto con il benchmark prescelto.

L'assurdità della teoria

deriva dal ritenere che i mercati finanziari siano l'unico ambito in cui predisposizione e preparazione non facciano quella differenza che è invece palese nello sport, nella musica, o in qualsiasi altra attività umana.

Per escludere con un accettabile livello di significatività statistica che la performance di un gestore che batte il suo indice di riferimento non sia dovuta al caso occorre una trentina di anni di osservazioni mensili. Se aspettate la conferma statistica, l'avrete solo quando questo talento della gestione sarà ormai prossimo alla pensione. E se aumentate la frequenza delle osservazioni a giornaliera, per avere prima i dati necessari, il rumore di fondo coprirà il segnale che vorreste captare.

La conferma empirica della visione di Fama è quindi sintomo dell'inadeguatezza degli strumenti di

indagine, non della fedeltà del modello alla realtà. Modello quindi solo teorico, ma che, come altri modelli astratti, per esempio quello della concorrenza perfetta, non è privo di indicazioni utili per interpretare la realtà.

Per esempio l'analisi di Fama andrebbe applicata al contrario: quali sono le caratteristiche che i mercati devono avere per esprimere l'efficienza che Fama ha per primo misurato sul ben regolamentato mercato azionario americano? Estrapolare quell'efficienza agli altri ambiti di negoziazione finanziaria opachi ed

Ma la realtà dei listini sta al confine tra caos e ordine

oligopolistici è stato un grave errore del mondo accademico e delle autorità di cui stiamo ancora pagando le conseguenze. Se oggi l'analisi statistica della performance dei gestori di fondi azionari originata da Fama fosse estesa agli utili di negoziazione delle *investment bank* o degli *high frequency trader* ci si accorgerebbe dell'esistenza di rendite di posizione da correggere per migliorare l'efficienza dei mercati.

Shiller, il secondo premio Nobel di quest'anno, osservando la ciclicità dei mercati e proponendo indicatori utili a misurarla, esclude che i mercati siano perfettamente efficienti e che i prezzi riflettano tutte le informazioni disponibili. Tra queste, infatti, ci sono anche gli stessi indicatori che propone, come per esempio la redditività aziendale media pluriennale per valutare le azioni in Borsa senza lasciarsi influenzare da utili o

entusiasmi recenti particolarmente alti o bassi. Concetti noti dagli anni Trenta ma utilizzando i quali Shiller pubblicò un libro tempestivo e dal titolo inequivocabile, *Esuberanza irrazionale* uscito nel 2000 alla vigilia del crollo della bolla dei titoli tecnologici.

Shiller, quindi, fa parte probabilmente degli economisti fortunati, come il sottoscritto. Ha gridato al lupo una, forse due volte, al momento giusto. Fama direbbe che non vi sono dati sufficienti per escludere che la cosa non sia totalmente casuale, e forse ha ragione. Ma lo scossone che Shiller ha dato al pensiero accademico dominante è stato coraggioso e necessario. Ma concluderne, come è stato fatto, che le autorità monetarie mondiali possano occuparsi con successo di macro stabilità finanziaria ed evitarci la prossima crisi, è grottesco. Le autorità, come hanno già dimo-

strando alle banche le regole sbagliate che hanno causato la crisi finanziaria, sono burocrazie che premiano altre qualità. Certamente incapaci di attirare e ascoltare chi, per predisposizione e preparazione individuale, riuscirà, fuori dal coro, a prevedere la prossima crisi.

La vera natura dei mercati resta quindi nascosta oltre le attuali capacità d'indagine. La realtà sta in quella zona di confine tra caos e ordine dove da anni fisici e biologi collocano molti dei fenomeni che caratterizzano la vita.

I mercati sono popolati da operatori con conoscenze imperfette e propensi all'errore che cercano di anticipare l'evoluzione di un sistema dinamico complesso. Che il risultato appaia quasi casuale, quindi, non sorprende. Ma che lo stato o le autorità possano fare meglio è improbabile, dato che hanno gli stessi limiti cognitivi ma manca loro la saggezza del dubbio e la disciplina di correzione dei propri errori necessaria agli individui per sopravvivere sui mercati.