

I problemi sono quindi superati? No. Gli interventi

gruppo Intesa Sanpaolo



La Buona Italia Negli ultimi dieci anni

rilevante è il miglioramento della competitività verso

di gestione Intesa Sanpaolo

L'intervento/2

di Paolo Pasquariello

# La saggezza (dubbia) dei mercati finanziari

## I rischi di prendere in fretta decisioni politiche sulla base di movimenti irrazionali



Un nuovo vento riformista che soffia sull'Europa è alimentato dai mercati finanziari. In risposta alle recenti turbolenze sui listini, molti governi del vecchio continente — tra i quali, in prima linea, quelli italiani e spagnoli — si apprestano a intraprendere delicate riforme delle loro economie, riforme da tempo auspiccate e troppo spesso rimandate.

**I mercati e la politica**  
Di questo rinnovato impegno politico, e degli attesi benefici per le finanze pubbliche, la crescita, e l'occupazione, si ringraziano i mercati e i loro giudizi in termini di dinamiche di prezzo. Tali giudizi vengono spesso invocati nel dibattito politico fra maggioranza e opposizione. Su tali giudizi vengono basate scelte di politica economica di lungo termine. Sulla saggezza di tali giudizi sembra essere scomparso ogni dubbio negli accesi dibattiti, dove invece prevale il luogo co-

munne *the market is the market*. Un simile consenso non riflette la mole di studi accademici prodotta negli ultimi trent'anni sul funzionamento dei mercati finanziari. Tale ricerca ha da tempo identificato una lunga lista di imperfezioni, barriere, e vincoli — comunemente noti come «frizioni» — operanti nei mercati e in grado di alterarne il funzionamento in maniera significativa e inaspettata, in particolare in grado di generare movimenti nei prezzi di azioni, obbligazioni, e valute indipendenti dai loro fondamentali. Queste frizioni possono alterare in maniera significativa il processo di formazione dei prezzi anche senza dover invocare la presunta irrazionalità di investitori piccoli e grandi.

Un esempio per tutti viene dall'analisi del fenomeno che tanta attenzione riceve in questi giorni, del contagio finanziario. Questo termine si applica alle circostanze in cui movi-

menti di prezzi in un mercato vengono trasmessi o amplificati in altri mercati, siano essi vicini o lontani al punto di origine dello shock iniziale. Episodi di contagio finanziario — in passato limitati ai mercati di Paesi emergenti durante crisi finanziarie (come in America Latina nel 1994-95 o in Asia nel 1997-98) — si verificano sempre più di frequente e con sempre maggiore intensità, coinvolgendo anche i Paesi più industrializzati.

Molte delle più recenti decisioni del G7, del G20, e della Bce sono probabilmente da attribuirsi al rischio di contagio della crisi del debito a Paesi «too big to fail» — troppo grandi per fallire — quali l'Italia e

la Spagna, per non parlare delle pressioni sui titoli sovrani di Francia e Germania.

**La ricerca**  
Gli studi accademici suggeriscono però che troppo facilmente governanti e investitori attribuiscono queste dinamiche di prezzo a profondi squilibri nelle economie dei paesi vittima. Tale ricerca invece evidenzia che questi movimenti, lungi dall'essere giustificabili esclusivamente dai fon-

damentali, diversità di opinioni, strategie speculative, eccetera.

**Le leggi della fisica**  
Una comune obiezione a questi argomenti è che sia concettualmente impossibile stabilire se i movimenti di prezzi osservati sui mercati siano o no disconnessi dai fondamentali. Dopo tutto, si osserva, il solo prezzo corretto è quello al quale il venditore incontra il compratore. Anche questa obiezione, però, ha ricevuto ampio scrutinio.

I mercati finanziari operano sulla base di una serie di immutabili principi (come le leggi della fisica), il più importante dei quali stabilisce che due identiche attività finanziarie debbano avere lo stesso prezzo, pena l'emergere di un'opportunità di arbitraggio che produce profitti senza rischio. E' ragionevole aspettarsi che questo principio sia sempre soddisfatto (anche se non perfettamente) in mercati finan-

ziari ben funzionanti. E' dunque possibile misurare l'abilità dei mercati di operare correttamente esaminando i prezzi di azioni, obbligazioni, e valute in termini relativi, anche in assenza di criteri condivisi di valutazione in termini assoluti.

Ebbene, la ricerca accademica evidenzia che a causa delle soprannominate frizioni questo basilare principio della finanza moderna viene spesso violato dai mercati, soprattutto durante periodi di stress e elevata volatilità quali quelli odierni. In breve, la qualità dei mercati finanziari tende a deteriorare specialmente in corrispondenza di drammatici movimenti di prezzi, proprio quando governanti e investitori sembrano prestar loro la più grande attenzione.

Questa osservazione suggerisce cautela nel formulare decisioni di politica economica e di portafoglio basate su tali movimenti. I mercati non sono altro che meccanismi umani, guidati da regole e processi a volte inadeguati. Accettarne acriticamente il giudizio può risultare altrettanto pericoloso che ignorarne il responso.

*\*Associate Professor of Finance  
Università del Michigan*

© IPSEDI/LOWE/ESPRESSO

Il numero



La perdita delle Borse europee da inizio anno. Quelle mondiali sono in rosso del 9%