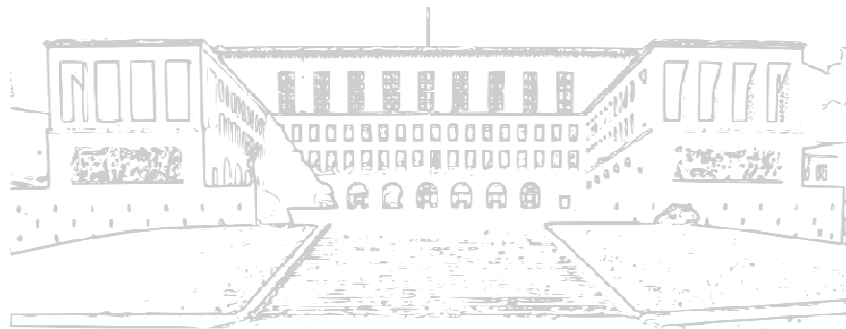


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

EFFICIENZA DEI MERCATI FINANZIARI

A.A. 2015/2016
Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



ARGOMENTI

- L'ipotesi di mercato efficiente
- Evidenze empiriche pro e contro l'EMH
- Altre evidenze
- I contributi della finanza comportamentale

L'IPOTESI DI MERCATO EFFICIENTE

Ipotesi:

- Il prezzo dei titoli in un mercato efficiente riflette pienamente tutte le informazioni disponibili
- Le attese degli operatori sono la previsione migliore possibile sulla base dell'informazione corrente e producono efficienza comportando decisioni di acquisto/vendita
- Esistono possibilità di arbitraggio rischioso, che elimina le opportunità di profitto derivanti da deviazioni dei prezzi dalle previsioni ottimali
- Le opportunità di arbitraggio sono eliminate rapidamente
- Non è necessario che tutti gli operatori siano pienamente informati: alcuni arbitraggisti possono sfruttare eventuali facili opportunità di guadagno contribuendo all'efficienza del mercato

L'IPOTESI DI MERCATO EFFICIENTE

Tipologie di efficienza del mercato:

- Forte:
 - I prezzi riflettono il valore espresso da informazioni pubbliche e private
 - Nessuno ottiene strutturalmente rendimenti superiori al mercato
- Semi-forte:
 - Solo le informazioni pubbliche si riflettono sui prezzi
 - Gli *insider* possono ottenere rendimenti extra e "aggiustano" il mercato
- Debole:
 - Solo le informazioni sui prezzi passati sono disponibili e non possono essere utilizzate per prevedere i prezzi futuri, originando strutturali rendimenti extra
 - I rendimenti sono *random walk* indipendenti e privi di sentieri prevedibili

Nobel 2013 in Economia a **Fama** (misure e test di efficienza dei mercati e contributi alle teorie di prezzamento degli *asset*), **Shiller** (finanza comportamentale e relazione fra irrazionalità, efficienza e bolle) e **Hansen** (GMM, fattore di sconto stocastico nel prezzamento degli *asset*)

L'IPOTESI DI MERCATO EFFICIENTE

Evidenze a favore:

- Analisti finanziari e gestori di fondi non ottengono risultati migliori di attività scelte in modo casuale
- Buoni risultati passati non comportano buoni risultati futuri
- Annunci positivi pubblici non influenzano i rendimenti degli attivi
- Risultati molto positivi strutturali sono collegati all'*insider trading* o alla disponibilità di informazioni private
- Le variazioni future dei prezzi azionari sono imprevedibili e sembrano seguire un *random walk*
- L'analisi tecnica (individuazione di "comportamenti tipici" dei prezzi) non ottiene risultati migliori di quella fondamentale o della selezione casuale

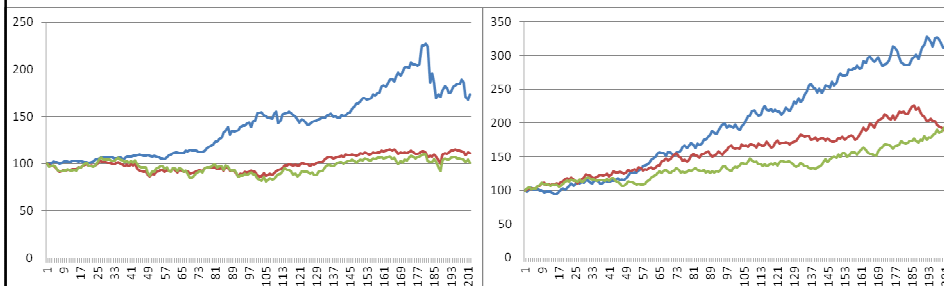
ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

5

L'IPOTESI DI MERCATO EFFICIENTE

I seguenti grafici mostrano dei *random walk* e dei rendimenti azionari effettivi.

Quali sono quelli "reali"?



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

6

L'IPOTESI DI MERCATO EFFICIENTE

Evidenze contrarie:

- Le imprese piccole hanno rendimenti maggiori di quelle grandi nel lungo termine, anche al netto del maggior rischio. Spiegazioni molteplici: ribilanciamento dei portafogli degli investitori, effetti fiscali o di liquidità, costi di transazione
- I prezzi sono quasi sempre in aumento fra Dicembre e Gennaio, probabilmente per effetti fiscali (deducibilità delle perdite e *fixing* delle *performance*, ma la risposta degli arbitraggisti è lenta
- Reazioni eccessive alle nuove informazioni inattese (specialmente cattive), lenti aggiustamenti correttivi successivi
- La volatilità di mercato è maggiore delle variazioni nei fondamentali
- Mean reversion: azioni con *performance* peggiori hanno risultati migliori in futuro, e viceversa

L'IPOTESI DI MERCATO EFFICIENTE

L'euforia di mercato, le bolle, lo storico positivo di alcuni investitori non contrastano necessariamente la EMH:

- Informazioni inattese possono avere impatti sui fondamentali più che incrementali, es.:
 - Frodi contabili (Enron, Parmalat, ...)
 - Catastrofi (9/11, terremoti, ...)
- Bolle "razionali":
 - Anche se un titolo è sopravvalutato, fintanto che le attese portano nuovi investitori ad acquistare, non vi sono vendite sul mercato
 - Al mutare delle attese, le correzioni sono ampie e rapide
- Alcuni investitori sembrano "battere" sempre il mercato:
 - Escludere la disponibilità di informazioni private non è sempre facile
 - Spesso parte di imprese di grandissime dimensioni e molto influenti
 - Frequenti responsabilità penali...

LA FINANZA COMPORTAMENTALE

Molte teorie economiche “scontano” ipotesi irrealistiche:

- Operatori razionali, perfettamente informati, che agiscono ottimamente
- I comportamenti si spiegano con la massimizzazione di funzioni di utilità o di profitto
- La finanza comportamentale studia il comportamento umano in economia applicando concetti di psicologia/sociologia, scontando operatori che in mercati imperfetti agiscono irrazionalmente e con euristiche semplificate
- Ad esempio, supponiamo che vuoi andare al cinema per un film da 10€:
 - Scenario A) Perdi il biglietto... lo acquisti nuovamente?
 - Scenario B) Scopri che hai perso 10 €... vai ugualmente al cinema?
 - Scenario C) Scopri che ti hanno rubato 10 €... che fai?

Nobel 2002 per l’Economia a Kahneman (psicologo) e Smith, per gli studi sulla finanza comportamentale

LA FINANZA COMPORTAMENTALE

Alcuni risultati notevoli:

- Le vendite allo scoperto avvengono nella “area delle perdite”, a fronte di una forte avversione alle perdite della popolazione: le perdite sono sofferte più di quanto siano apprezzati gli utili, pertanto le vendite allo scoperto sono inferiori alle attese e gli attivi tendono alla sopravvalutazione
- La popolazione soffre di *overconfidence*, in particolare crede possibile “battere” il mercato
- *Herd behavior*: tendenza a replicare i comportamenti altrui anche contro ogni evidenza (“mal comune mezzo gaudio”?)
- Ottimismo irrazionale, errori dell’attribuzione e della conferma: gli utili sono ritenuti frutto della capacità del singolo, le perdite sono dimenticate in fretta e attribuite a cause esterne

ESEMPI

La IPO di Facebook in pillole:

- Prima del 2012, numerose, divergenti e crescenti stime di valore: da 10-15 mld \$ (2007/09) a 59 mld \$ (2011)
- All'avvicinarsi della data dell'IPO (18/5), accelerazione delle attese: dall'offerta originale di 5 mld \$ di azioni l'ammontare finale ha raggiunto i 16 mld \$
- Euforia nella fissazione dei *range* di prezzo: da 26\$ a 28-38\$, per l'impresa a 34-38\$, per gli analisti a 40-46\$ (alcune attese fino a 80\$ nel primo giorno)
- Il primo giorno di *trading* funestato da problemi tecnici: dopo un balzo a 45\$ ritorno a 38\$
- Dopo un mese 30\$, dopo due 20\$, dopo 4 18.80\$ (ad oggi, 90-95\$)
- Effetti:
 - Riduzione delle attese di crescita di FB, con effetti su dipendenti, investitori istituzionali e privati, altre *dot.com* (es. posticipo della IPO di Twitter)
 - Causa intentata da FB contro i sottoscrittori per la fissazione errata dei prezzi, dagli investitori sempre contro i sottoscrittori per la disinformazione e l'*insider trading*, dalle autorità a FB per frode nella fissazione dei prezzi
 - Rallentamento del mercato delle IPO *monstre*: lezione imparata?

ESEMPI

L'attesa per l'IPO di Twitter:

- L'annuncio, dopo vari ritardi, il 3/09/2013
- Inizio delle speculazioni al rialzo sui prezzi: dai 17\$ di inizi 2013 a 20-21\$, fino a massimi superiori a 30\$
- Assenza di utili nei bilanci dell'impresa...
- Attribuzione del codice di borsa ('TWTR') il 4 ottobre 2013 in attesa delle negoziazioni (iniziate poi il 7/11/2013)
- Massa di acquisti per Tweeter Home Entertainment (da 1000 a 15 mln di azioni/gg):
 - Operante nel commercio di elettronica al dettaglio, con valore <0.01\$
 - Fallita nel 2007
 - *Performance* ad un giorno: +1,800% massimo, chiusura a +670%
 - Codice di borsa: 'TWTRQ'...

ESEMPI

Si considerino gli effetti attesi per i seguenti eventi:

1) L'Impresa X è attesa annunciare una perdita di 10 mln €:

- Cosa accade quando l'informazione è disponibile?
- Cosa accade quando l'effettivo annuncio è comunicato?
- Cosa accade se la perdita dichiarata è di 15 mln €? Se fosse di 5 mln €?
- Cosa accade se la perdita dichiarata è di 5 mln €, ma artifici contabili hanno occultato altri 5 mln € di perdita (inclusa l'opzione di *insider trading*)?

2) Cosa suggeriscono i seguenti fatti?

- I *top manager* hanno performance migliori del mercato quando acquistano titoli della propria impresa
- Anche se i prestiti in AUD sono meno costosi che in EUR, poche imprese accedono a prestiti in valuta estera
- Nel 2001 si è dimostrato che un bambino di 4 anni batte un analista nella scelta delle azioni, mentre entrambi battono un astrologo

ESEMPI

“Da 10 anni seleziono fondi che battono quasi sempre il mercato!”

- Immaginiamo che la probabilità di avere un fondo “buono” sia del 50%
- La probabilità di sceglierne uno migliore del mercato per 10 anni è 0.5^{10}
- La probabilità di scegliere il migliore su 9, 8, 7, 6 anni è:
 - 9/10: $10 \times 0.5^{10} = 1\%$
 - 8/10: $(10 \times 9 / 2) \times 0.5^{10} = 4\%$
 - 7/10: $(10 \times 9 \times 8 / 6) \times 0.5^{10} = 12\%$
 - 6/10: $(10 \times 9 \times 8 \times 7 / 24) \times 0.5^{10} = 21\%$
- La probabilità di selezionare un fondo che è almeno al di sopra della media di mercato per buona parte di 10 anni è quasi del 40%