

A3. EFFICIENZA DEI MERCATI E FINANZA COMPORTAMENTALE

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

A.A. 2024/25

PROF. ALBERTO DREASSI – ADREASSI@UNITS.IT



ARGOMENTI



- I MERCATI SONO EFFICIENTI?
- EVIDENZE PRO E CONTRO L'EMH
- LA FINANZA COMPORTAMENTALE

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS



I mercati finanziari «funzionano»? Effettuano la migliore allocazione delle risorse?

Cosa succede se i mercati finanziari che funzionano «bene» o «male»?

Si può migliorare l'efficienza? Come?

Ipotesi:



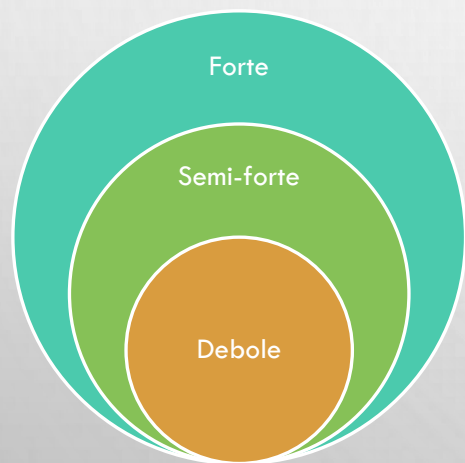
- I **prezzi** riflettono le **informazioni disponibili**: mediante le scelte (acquisto, vendita, emissione, ...) gli operatori influenzano i prezzi in base alle informazioni di cui dispongono che sfruttano per il proprio guadagno
- Le **attese** sono la migliore **previsione condizionata** alle informazioni disponibili e combinando tanti operatori diversi «eliminano» gli **errori**
- Possibilità di **arbitraggio** (2+ operazioni su mercati diversi per ottenere rendimenti privi di rischio sfruttando anomalie di prezzo): elimina le deviazioni dei prezzi dalle previsioni sono esaurite rapidamente

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS



Forme di efficienza:

- **Allocativa:** massimizzando la loro utilità, gli operatori garantiscono il trasferimento delle risorse finanziarie e il sistema ottiene la massima utilità possibile
- **Valutativa:** il prezzo riflette il valore in base alle informazioni disponibili
- **Tecnica:** no frizioni, barriere, costi che limitano allocazione e valutazione
- **Efficienza informativa:** il mercato incorpora tutte le informazioni nei prezzi → il mercato è «imbattibile»



Tipologie:

- **Debole:** prezzi funzione della loro **storia** (livello, trend, volumi) → imprevedibili (*sovrapformance* casuali)
- **Semi-forte:** prezzi incorporano l'informazione **pubblica** (*sovrapformance* da *insider* e casuali)
- **Forte:** prezzi incorporano anche l'informazione **privata** (*sovrapformance* casuali)



Nobel 2013 a **Fama** (test di efficienza dei mercati e contributi all'*asset pricing*), **Shiller** (irrazionalità, efficienza e bolle) e **Hansen** (GMM, fattore di sconto stocastico nel prezzamento degli *asset*)



Nel 2001, il prof. Wiseman diede 5.000£ da investire nel FTSE-100 a tre soggetti per una settimana: Mark Goodson (consulente finanziario esperto), Christeen Skiller (astrologa), Tia Laverne Roberts (4 anni). Chi ebbe la migliore *performance*?



-2,6%



-5,3%



+0,7%

EMH: EVIDENZE



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



- Le imprese piccole hanno rendimenti maggiori nel lungo termine. Spiegazioni: ribilanciamento PTF, fisco, liquidità, costi di transazione
- I prezzi sono spesso in aumento fra Dicembre e Gennaio: effetti fiscali (deducibilità delle perdite e *fixing* delle *performance*) – e sono noti altri «effetti» simili (Halloween, Lunedì, ...)
- Reazioni eccessive a nuove informazioni inattese (specie se 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 (se non c'è *default*)

EMH: EVIDENZE «CONTROVERSE»?

Alcuni eventi estremi non contrastano con la EMH:

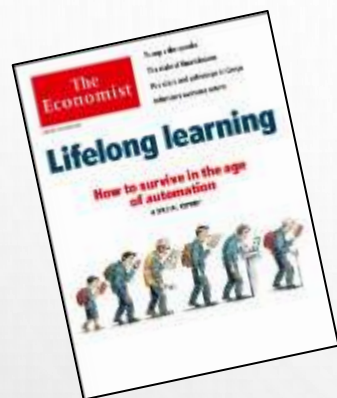
- Informazioni inattese con impatti strutturali sui fondamentali:
 - Frodi contabili (Enron, Parmalat, ...)
 - Catastrofi (9/11, terremoti, ...)

- Bolle “razionali”:
 - Se un titolo è sopravvalutato, fintanto che le attese portano nuovi investitori ad acquistare, non vi sono vendite
 - Al mutare delle attese, le correzioni sono ampie e rapide

- Alcuni investitori sembrano “battere” il mercato:
 - Escludere la disponibilità di informazioni private non è sempre facile
 - Spesso parte di imprese di grandissime dimensioni e molto influenti
 - Talvolta con responsabilità penali...



FINANZA COMPORTAMENTALE



Abbonamenti ad una rivista



ALTERNATIVA A

ALTERNATIVA B

• solo online: 59\$

68%

• solo online: 59\$

16%

• online & cartaceo: 125\$

32%

• solo cartaceo: 125\$

0%

• online & cartaceo: 125\$

84%

FINANZA COMPORTAMENTALE



Molte teorie economiche “scontano” **ipotesi irrealistiche**:

- Operatori **razionali** e **perfettamente informati**
- Tutti sono **in grado di massimizzare funzioni** complesse (utilità/profitto)
- **Mercato concorrenziale**



La **finanza comportamentale** studia il comportamento umano in economia applicando concetti di psicologia/sociologia: operatori che in mercati imperfetti agiscono irrazionalmente e con euristiche/*bias*

Esempio: vuoi andare al cinema per un film da 10€:

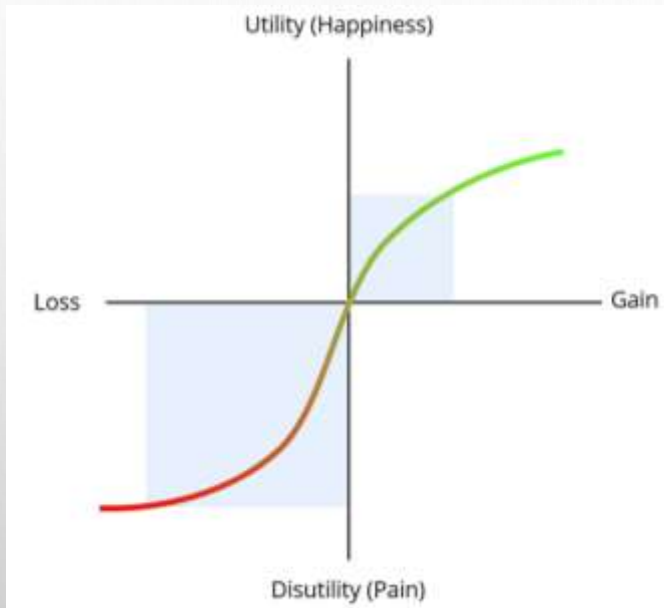
- A) Perdi il biglietto... lo acquisti nuovamente?
- B) Scopri che hai perso 10 €... acquisti il biglietto?

SI	NO
46%	54%
88%	12%



Nobel 2002 per l'Economia a **Kahneman** (psicologo) e **Smith**, per gli studi sulla finanza comportamentale.
Nel 2017 a **Thaler**, per ragioni analoghe

FINANZA COMPORTAMENTALE: TEORIE



1) *Prospect theory:*

- le persone «filtrano» le informazioni per ridurre la complessità, applicando «euristiche» che comportano errori di valutazione e distorsioni
- le decisioni sono frutto dell'interazione fra un sistema cognitivo «veloce» (istintivo, emotivo) e uno «lento» (razionale, analitico)
- le modalità di presentazione di un problema influenzano le risposte
- le valutazioni avvengono sulla base del valore e non dell'utilità attesa, ridotta a utili o perdite rispetto ad un punto di riferimento iniziale
- utili e perdite sono valutati in modo asimmetrico (tipicamente 2:1)

FINANZA COMPORTAMENTALE: TEORIE



2) *Mental accounting:*

- gli investitori considerano diversamente il proprio denaro in ragione della sua origine o dei suoi obiettivi, e non in modo unitario
- reddito e ricchezza sono suddivisi in «conti mentali», ciascuno dei quali caratterizzato da diversa propensione al consumo/risparmio/rischio
- tale propensione dipende anche dai risultati ottenuti in passato a livello di singolo «conto mentale»

FINANZA COMPORTAMENTALE: TEORIE

3) «*Euristiche*»

Schemi di ragionamento che semplificano problemi complessi ma inducono in errore. Es.:

- **Disponibilità:**
 - la probabilità di un evento è influenzata dalla facilità con cui le persone possono richiamare lo stesso dalla memoria
 - nella costruzione di scenari futuri, si attribuisce maggiore peso alle esperienze con le quali si ha più familiarità
- **Rappresentatività:** la probabilità di un evento viene attribuita in base a pregiudizi/stereotipi o alla somiglianza con altri tipi di evento «noti»
- **Ancoraggio:** valutazione formulata in base ad un «valore iniziale» in forma di scostamenti dallo stesso, anche quando non ha particolare significato



FINANZA COMPORTAMENTALE: TEORIE



4) *Behavioural bias* (selezione):

- *Overconfidence*: eccesso di fiducia in sé stessi
- «Ottimismo» nella definizione degli scenari futuri
- *Confirmation bias*: favorire l'informazione che conferma la propria posizione
- *Attribution bias*: attribuire a sé il merito dei successi, a terzi la colpa di insuccessi
- *Herd behaviour*: seguire la massa perché «non possiamo essere tutti sciocchi»
- *Hindsight*: valutare un evento a posteriori sovrastimando la propria capacità di prevederlo a priori
- *Endowment*: la valutazione di un bene differisce se lo si possiede (+) o meno
- *Regret aversion*: pur di evitare di sbagliare, non si fanno scelte necessarie – non aver scelto è meglio di aver scelto male – e conservazione dello *status quo*
- Preferenza per la certezza: eventi probabili diventano certi, eventi poco probabili diventano impossibili

ESEMPI

1. IPO DI FACEBOOK



- 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, ~500\$)
- 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

2. IPO DI TWITTER



- L'annuncio, dopo vari ritardi, il 3/09/2013
- Speculazioni al rialzo: 17\$ Q1.2013, poi a 20-21\$, max 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) – codice di Borsa 'TWTRQ', fallita nel 2007
 - Settore commercio di elettronica al dettaglio, valore <0.01\$
 - *Performance* ad un giorno: +1,800% massimo, chiusura a +670%
- Il 6.11.2013, finalmente l'IPO (con «target» a 26\$):
 - apertura/chiusura a 45\$, picco a 50\$,
 - 69\$ dopo un mese
 - 14\$ (min) nel giugno 2016, max 77\$ nel 2021, delisting a ~55\$ nel 2022

ESEMPI

4. “BATTO IL MERCATO DA ANNI”

Exhibit 1: Performance Persistence Over Three Consecutive 12-Month Periods			
Mutual Fund Category	Fund Count at Start	Funds Remaining (%)	
	March 2012	March 2013	March 2014
Top Quartile			
All Domestic Funds	687	18.78	3.78
Large-Cap Funds	263.00	15.97	1.90
Mid-Cap Funds	95.00	9.47	3.16
Small-Cap Funds	146.00	23.97	4.11
Multi-Cap Funds	183.00	23.50	6.56
Top Half			
All Domestic Funds	1,372	41.55	18.66
Large-Cap Funds	525	37.52	14.10
Mid-Cap Funds	190	37.37	16.32
Small-Cap Funds	292	51.03	25.00
Multi-Cap Funds	365	41.92	21.37

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of March. 31, 2014. Charts and graphs are provided for illustrative purposes. Past performance is not a guarantee of future results.

Exhibit 1: Only 2% of All Large-Cap Equity Funds Remained in the Top Half Over a Five-Year Period



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2023. Chart is provided for illustrative purposes. Past performance is no guarantee of future results.

ESEMPI

Go to **wooclap.com** and use the code **TJRBNA**

Sei il dittatore. Quanto offriresti al massimo su un totale di 10 Euro al suddito?

Let's vote!
Click on the projected screen to start the question

0%
of participants have already answered

wooclap 100 0 / 771

ESEMPI

Go to **wooclap.com** and use the code **TJRBNA**

Sei il suddito: quanto vorresti ti fosse offerto come minimo su 10 Euro per accettare?

Let's vote!

Click on the projected screen to start the question

0%
of participants have already answered

wooclap

0 / 771

ESEMPI

Go to **wooclap.com** and use the code **TJRBNA**


Una prova a sostegno della non perfetta efficienza dei mercati è...



- 1 l'esistenza di bolle e crisi finanziarie
- 2 la somma zero fra guadagni e perdite di Borsa
- 3 alcuni prezzi seguono andamenti prevedibili
- 4 non so


Click on the projected screen to start the question




wooclap 0 / 771

ESEMPI

Go to **wooclap.com** and use the code **TJRBNA** 

Se un mercato ha un'efficienza semi-forte, le sovraperformance di un operatore...
(possibili più scelte) 


-  **1** sono impossibili
- 2** sono possibili per caso
- 3** sono possibili per gli insider
- 4** sono possibili per i più esperti
- 5** non so

wooclap   100 %  0 / 771 