

DEBITO & RISPARMI SIAMO IN UNA BOLLA COME SALVARSI



Riccardo Viale

Tra i principali esperti mondiali di economia comportamentale insegna all'Università di Milano Bicocca



Shefrin:
La bolla?
L'azionario Usa è a livelli comparabili con quelli del '29, prima della crisi



Viale:
Il problema sono i prestiti alle aziende con debiti oltre quattro volte le entrate

Siamo nella sala della emeroteca della Banca d'Italia alla conferenza organizzata, il 28 novembre, dalla Herbert Simon Society su «Intelligenza Artificiale e Comportamento Finanziario». Relatore principale, dopo l'intervento del governatore Ignazio Visco, è uno dei padri della finanza comportamentale, Hersh Shefrin, dell'Università di Santa Clara e consulente di alcune delle più importanti banche ed istituzioni finanziarie mondiali.

Riccardo Viale Molti economisti e analisti dicono che siamo in una nuova bolla finanziaria. L'ex capo della Banca d'Inghilterra, Marvyn King, recentemente, ha sostenuto che l'economia mondiale è rimasta bloccata in una trappola a bassa crescita e la ripresa dalla crisi del 2008-09 è stata più debole di quella dopo la Grande Depressione. Il vero problema sembra poi quello dei «leverage loans» cioè dei «prestiti a leva», concessi ad aziende ad alto rischio che hanno in media un debito superiore quattro volte rispetto alle entrate. A oggi ammontano a quasi 1.400 miliardi e rischiano di ripetere il fenomeno che ha innescato la crisi economica del 2008: i mutui subprime concessi a persone che non potevano restituirli.

Hersh Shefrin A parer mio in effetti siamo in una bolla finanziaria. Tipicamente le azioni tendono ad ipervalutarsi in rapporto ai fondamentali durante l'espansione economica e svalutarsi durante la recessione. Secondo l'indice CAPE Shiller-Campbell (*cyclically-adjusted price-earnings ratio*, Ndr), che misura il rapporto fra prezzi e guadagni, il mercato azionario americano sembra avere valori comparabili al livello raggiunto nel 1929 proprio prima della crisi finanziaria. Siamo a 30, maggiore del 25 raggiunto prima della crisi finanziaria. L'economista Hyman Minsky sostiene che durante l'espansione economica gli investitori diventano esuberanti ed ottimisti a livello irrazionale. Ciò genera aumento del debito, shadow banking e finanza innovativa. Ciò genera aumento di rischio sistemico. Le bolle ad un certo punto scoppiano quando la fiducia nella crescita si arresta e la politica monetaria diventa restrittiva. Ci sono ragioni di tipo neurocognitivo, legate a regioni del cervello che sovraintendono alle ricompense, che spiegano questo tipo di esuberanza.

RV E la bolla dei prestiti agli studenti americani che ha raggiunto 1,5 miliardi di dollari?

HS Rappresenta l'11% del debito delle famiglie, mentre

quello legato ai mutui, responsabile della crisi del 2007, corrisponde al 68 per cento. Rispetto al debito studentesco la percentuale che rischia l'insolvenza è diminuita nell'ultimo trimestre dal 9,9% al 9,3 per cento. Il problema serio è che questa insolvenza salirebbe in modo drammatico all'arrivo di un periodo recessivo. Ed i fallimenti bancari non annullerebbero questo debito. Io ho un timore analogo per l'Italia. Se la recessione sarà profonda il suo grande indebitamento sarà causa di molte sofferenze nel paese.

RV Dopo l'esperienza della crisi del 2007 e l'inizio della presidenza Obama, si sono proposte misure di regolazione per evitare altre bolle finanziarie ed il *moral hazard*. La Volcker Rule fu una di quelle. Limitava le eccessive prese di rischio, metteva al bando il *proprietary trading*, imponeva limiti negli investimenti in hedge fund e fondi di private equity, oltre a vincoli di certificazione per gli amministratori delegati delle banche. Il problema di queste norme è che sono complesse da applicare e comportano dei costi importanti da parte delle banche per la loro compliance. L'espansione quantitativa di pagine e regole da Basilea I a Basilea III ne è un evidente esempio. Io penso che sia importante introdurre regolamentazioni dei mercati finanziari, ma esse devono essere caratterizzate da semplicità e chiarezza.

HS Tempo fa Minsky affermò che regolamentazioni sensibili possono mitigare alcuni degli effetti della esuberanza irrazionale, ma non riusciranno a neutralizzare in modo completo tutti questi effetti. Sono d'accordo con lui. Il settore regolamentare non ha le risorse per competere efficacemente con quello finanziario riguardo alla innovazione ed i suoi effetti sul rischio. Una delle più importanti preoccupazioni sta anche nei bias di *overconfidence* e di ottimismo nei meccanismi di mercato da parte dei regolatori durante i periodi di espansione. Una proposta: aumentare il cuscino finanziario delle banche in modo da ridurre il rischio di comportamenti non prudentziali. A cui aggiungerei ciò che ha fatto la Bank of England con l'aiuto del gruppo di Gerd Gigerenzer del Max Planck Institute di Berlino, introdu-

cendo regole semplici e basate su poche informazioni rilevanti per la valutazione del rischio bancario.

RV Hai ragione perché queste semplici regole del pollice o meglio euristiche decisionali sembrano il modo migliore per affrontare ambienti complessi, caratterizzati da incertezza. Come dimostra molto lavoro empirico sono la via preferenziale per avere successo cognitivo nell'affrontare compiti e problemi. Il lavoro alla Bank of England è uno dei molti esempi.

HS Hai ragione. Nel mio libro «Behavioral Risk Management» faccio proprio riferimento a ciò.

RV David Graham ed il suo allievo Warren Buffet non hanno mai creduto nelle teorie di Eugene Fama e nella sua «Ipotesi sui Mercanti Efficienti» per cui se qualche persona fa errori un gruppo di attori economici svegli investono contro loro e portano alla correzione dei prezzi. Da cui deriva che i prezzi sono giusti, non vi sono pasti gratis ed il trade finanziario non avrebbe senso. I mercati finanziari, invece, sono soggetti a mode e valutazioni basate su componenti affettive ed emozionali. Ciò porta a sottovalutare alcune azioni e sopravvalutarne altre. Il buon investitore deve utilizzare queste asimmetrie e puntare sulle azioni non di moda ma con buoni fondamentali. Il *value investing* fa questo con un certo successo nel battere il mercato.

HS Sì, qualche volta si riesce a batterlo, ma non sempre. I guadagni sono guidati sia dai fondamentali che dai *sentiment*. Tentare di battere i mercati espone gli investitori ad ulteriori rischi legati sia ai *sentiment* che ai fondamentali. Una buona metodologia per affrontare questi rischi viene dalla teoria sul *behavioral pricing kernel*.

RV Uno dei grandi successi della economia comportamentale, soprattutto del *nudging*, è stato il programma Save More Tomorrow di Richard Thaler e Shlomo Benartzi che ha permesso di accumulare miliardi di dollari in fondi pensione. Il programma si basava su quattro effetti comportamentali: l'illusione monetaria, il *time discounting*, l'avversione alle perdite e lo status quo bias. Nel fondo andava solo l'aumento dello stipendio che in questo modo non diminuiva. Si applicava ai dipendenti privati delle aziende americane che tendevano a non risparmiare a sufficienza per la vecchiaia. Il problema in Italia non si pone perché per loro sussiste una previdenza obbligatoria. Si dovrebbe invece introdurre qualche strumento di tipo comportamentale per spingere i profes-

