

**Analisi d'opera\***

SHILLER R.J., *Irrational exuberance*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2000.

*Fra i fenomeni che appaiono incomprensibili alla scienza economica, uno ha catturato in particolare l'attenzione degli economisti finanziari: perché il mercato azionario negli Stati Uniti ha offerto un rendimento medio annuo così elevato (pari a circa l'8% in termini reali) per gran parte del ventesimo secolo? Tale fenomeno, noto come equity premium puzzle dal lavoro di Mehra e Prescott [5] è associato ad un insieme di domande riguardanti i rendimenti dei mercati finanziari e l'economia reale statunitense quali, ad esempio Cochrane [1]. «Perché il tasso di interesse è stato così basso, meno dell'1%, in termini reali? Perché la volatilità del rendimento del mercato azionario è stata così elevata relativamente alla volatilità del tasso di crescita dei consumi pro-capite?». L'insieme di queste domande costituisce l'equity premium puzzle: è difficile generare da un modello di aspettative razionali un sistema economico caratterizzato da bassa volatilità del consumo, alta volatilità del rendimento azionario, alto livello del rendimento azionario medio, basso tasso di interesse medio in termini reali.*

---

\* di **Andrea Beltratti**, Università Bocconi, Milano.

Avvertenza: i numeri nelle parentesi quadre si riferiscono alla Bibliografia alla fine del testo.

*Credo sia utile descrivere l'equity premium puzzle mediante una serie di altri fenomeni ad esso collegati, che consentono sia di inquadrare il fenomeno dal punto di vista del risparmiatore più che da quello del consumatore sia di capire immediatamente la rilevanza economica e sociale della questione che viene discussa dalla letteratura e nel volume di Shiller (tradotto in italiano come Euforia irrazionale, Bologna, il Mulino, 2000): a) perché gli investitori statunitensi hanno scoperto solo di recente la virtù dell'investimento azionario? Per anni i teorici si sono chiesti come mai solo una piccola percentuale di investitori statunitensi investisse in titoli azionari (Haliassos e Bertaut [2]); b) perché chi ha un orizzonte temporale di lungo termine detiene titoli obbligazionari? Questa è la domanda che MaCurdy e Shoven [4] si pongono osservando la "superiorità" dei titoli azionari nel lungo periodo. La superiorità viene "dimostrata" dalle statistiche di lungo periodo riportate ad esempio da Jones e Wilson [3]. I più avventurosi, come Siegel [7], sostengono addirittura che possa essere razionale indebitarsi per investire più del 100% della propria ricchezza in titoli azionari; c) per gli stessi motivi, perché le fondazioni ed i fondi pensione non investono completamente la loro ricchezza in titoli azionari? L'interrogativo è formulato da Thaler e Williamson [8]. Uno dei temi importanti delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti nel 2000 è la proposta di investire addirittura il risparmio previdenziale nel mercato azionario, mediante la creazione di un fondo pubblico.*

*Tali domande sono tutte legate all'equity premium puzzle, nel senso che tutte evidenziano comportamenti di istituzioni e individui che sembrano "incomprensibilmente prudenti" alla luce delle caratteristiche della distribuzione dei rendimenti dei titoli azionari negli Stati Uniti nel ventesimo secolo. A dire il vero le tendenze recenti sembrano mostrare che le perplessità degli economisti sulla gestione "eccessivamente prudente" della ricchezza stanno prendendo piede anche fra gli investitori. Negli Stati Uniti la percentuale della popolazione che detiene direttamente o indirettamente titoli azionari è cresciuta notevolmente negli ultimi anni sino ad arrivare all'inizio del 2000 a circa il 50%. Anche tra gli investitori istituzionali cresce la popolarità di forme di investimento "alternative" e apparentemente rischiose come hedge fund, private equity, venture capital. Si trat-*

*ta di un successo clamoroso della scienza economia? Gli economisti sono diventati di colpo grandi investitori, o almeno infallibili consulenti finanziari? Si può affermare che il benessere della collettività sia cresciuto grazie agli studi teorici che hanno mostrato con anticipo l'erroneità (e quindi motivato il cambiamento) di un portafoglio troppo sbilanciato verso la liquidità e i titoli obbligazionari? Il volume di Shiller illustra la prospettiva molto precisa dell'autore circa queste e altre domande, e fornisce considerazioni di grande rilevanza per aiutare il lettore a formare la propria opinione sul tema (e stabilire la struttura dei propri investimenti finanziari). È importante premettere che la teoria proposta da Shiller prende le mosse da una impostazione contenente vari elementi di critica alla dottrina dominante, che analizza i mercati finanziari mediante le lenti dell'efficienza e delle aspettative razionali. Gli economisti sanno quanto sia difficile fare a meno di queste lenti. La quota crescente di economisti che adotta l'ipotesi delle aspettative razionali in quanto "unico gioco in città" sarà quindi favorevole al tentativo di Shiller. D'altra parte i teorici storceranno il naso di fronte all'approccio di analisi contenuto nel volume, data la mancanza di un modello analitico sufficientemente studiato dalla comunità scientifica, che possa rappresentare la base delle ipotesi formulate. Il mio parere su questo punto è che a Shiller certamente manca una teoria di equilibrio generale che sia in grado di rappresentare in maniera sintetica la sua visione dei mercati finanziari. È però già un risultato straordinario far nascere il dubbio che valga la pena intraprendere la ricerca di un modello alternativo a quello esistente. Inoltre occorre ricordare come il campo di behavioral finance, fondato da Shiller stesso ed altri economisti tramite incontri al Summer Institute del National Bureau of Economic Research di Boston, sia in piena espansione e comprenda una serie crescente di contributi che sono comparsi anche in riviste di impostazione "tradizionale".*

*Due considerazioni preliminari sono utili prima di analizzare più in dettaglio le argomentazioni e le conclusioni di Shiller. La prima riguarda il titolo, che non nasce casualmente ma ha una sua storia. Si tratta di una frase che venne pronunciata da Greenspan, governatore della Federal Reserve, in un suo intervento pubblico, il*

*5 dicembre del 1996, alcuni giorni dopo una discussione fra Greenspan e lo stesso Shiller. Shiller ha quindi probabilmente contribuito a determinare il titolo del suo libro con alcuni anni di anticipo. La seconda considerazione preliminare riguarda il materiale di studio che è stato posto come premessa alle argomentazioni contenute nel volume. È vero che manca il supporto di un modello di equilibrio economico generale, ma è anche vero che tale mancanza è controbilanciata da una mole molto ampia di studi econometrici tesi a mostrare la elevata volatilità dei prezzi dei titoli azionari e dei tassi di interesse a lungo termine.*

*Il volume di Shiller è quindi una sintesi non-econometrica dei vari risultati econometrici delle analisi di Shiller e vari coautori nel giro degli ultimi venti anni, arricchita da spunti tratti dalla psicologia e dalla sociologia. Tali spunti possono non costituire una teoria per gli economisti, ma suggeriscono certamente che forse sarebbe il caso di estendere il modello utilizzato per la descrizione del comportamento umano per tenere conto di fattori che rappresentano solida evidenza scientifica in altre discipline.*

*Il volume comprende cinque parti principali: i fattori strutturali, i fattori culturali, i fattori psicologici, le possibili interpretazioni dell'euforia, le proposte di interventi. In estrema sintesi, la tesi metodologica di Shiller è che l'andamento delle quotazioni azionarie non possa essere compreso se non in minima parte dai modelli standard degli economisti, e che sia necessario utilizzare concetti provenienti da altre discipline scientifiche. La tesi interpretativa è che il mercato azionario negli Stati Uniti sia all'inizio del 2000 ad un livello "troppo" elevato, non giustificabile dalle variabili fondamentali. La previsione è che il rendimento del mercato azionario nel futuro "lungo periodo" sarà inferiore a quello prodotto nel corso dell'ultimo secolo e comprenderà vari periodi di prolungata discesa. La tesi dal punto di vista della politica economica è che occorre chiarire per quanto sia possibile (vale a dire per quanto sia compreso dalla stessa scienza economica) i rischi inerenti in elevati investimenti di individui ed istituzioni nel mercato azionario, in particolare per quanto riguarda il risparmio di tipo previdenziale. Tornando alle domande inizialmente poste per descrivere l'equity premium puzzle dal punto di vista del risparmiatore, Shiller probabilmente*

*ritiene che l'aumento della quota di coloro che detengono titoli azionari sia legato anche a fenomeni di moda e non solo a ragionamenti strettamente razionali, e per questo sia pericoloso. Individui ed istituzioni farebbero bene a non investire il 100% del patrimonio in titoli azionari contando in un rendimento dell'8% in termini reali per salvaguardare il futuro tenore di vita.*

*Come quasi sempre in economia, è impossibile stabilire chi abbia ragione e chi abbia torto. Occorre comunque ricordare quanto sia cruciale il tema in un momento in cui il risparmio privato degli americani è nullo e il debito estero degli Stati Uniti cresce sempre più velocemente. Certamente, l'eccessivo surriscaldamento della locomotiva americana avrebbe effetti catastrofici non solo sul mercato azionario statunitense, ma sull'intera economia mondiale.*

## BIBLIOGRAFIA

- [1] COCHRANE J.H., *Where is the market going? Uncertain facts and novel theories*, Economic Perspective Federal Reserve Bank of Chicago «Economic Perspective», nov.-dic., 1997, pp. 3-37.
- [2] HALIASSOS M. - BERTAUT C., *Why do so few hold stocks?*, «Economic Journal», n. 105, 1995, pp. 1110-29.
- [3] JONES C.P. - WILSON J.W., *Expectations about real returns* «Journal of Portfolio Management», inverno 1999, pp. 45-52.
- [4] MACURDY T.E. - SHOVEN J.B., *Accumulating pension wealth with stocks and bonds*, bozza, Stanford, Università di Stanford, 1992.
- [5] MEHRA R. - PRESCOTT E.C., *The equity premium: a puzzle*, «Journal of Monetary Economics», n. 5, 1985, pp. 141-61.
- [6] SHILLER R.J., *Market volatility*, Cambridge, MIT Press, 1989.
- [7] SIEGEL J., *Stocks for the long run*, Burr Ridge, (IL), Irwin Professional Publishing, 1994.
- [8] THALER R.H. - WILLIAMSON J.P., *College and university endowment funds: why not 100% equities?*, «Journal of Portfolio Management», autunno 1994, pp. 27-37.