

28 marzo 2012 15:02

BTP Italia e l'ipotesi dei mercati efficienti

di [Alessandro Pedone](#)



Chi si occupa professionalmente di finanza ha sentito parlare molto volte della così detta “*ipotesi dei mercati efficienti*”. Anche in questo sito ce ne siamo occupati più volte. Inserendo nel motore di ricerca in alto le parole “*mercati efficienti*” si possono leggere molti articoli al riguardo. Si tratta di un argomento giustamente molto dibattuto in finanza.

Nelle università che hanno sfornato i professionisti della finanza di oggi e che sforneranno quelli di domani, tale ipotesi è data come una sorta di assioma, ma nella vita reale, un po' tutti gli operatori dei mercati finanziari, dopo qualche anno di esperienza, considerano i mercati finanziari tutt'altro che efficienti (dal punto di vista informativo). In ogni periodo storico ci sono chiare evidenze di prezzi di questo o quello strumento finanziario assolutamente incomprensibili.

Questi prezzi che potremmo definire “irrazionali” o “non-efficienti” accadono solitamente quando i mercati hanno subito qualche choc dovuto a cause che possono essere le più varie.

Un esempio di questi giorni è relativo ai BTP italiani.

Non voglio, in questa sede, entrare nell'argomento relativo alla possibilità o meno che l'Italia non rimborsi il debito; l'ho fatto molte altre volte ed invito quindi chi lo desidera a rileggersi gli articoli che pubblicavo tra settembre e dicembre, quando in molti sostenevano l'ipotesi che un default dell'Italia era non solo possibile, ma addirittura probabile.

M'interessa, invece, sottolineare come fra i titoli di stato italiani il mercato esprima rendimenti significativamente diversi per obbligazioni dello stesso emittente.

Prendiamo il BTP scadente il 15 Aprile 2016 con cedola 3,75% (ISIN IT0004712748). Mentre sto scrivendo il titolo è scambiato ad un rendimento pari al 3,6%. Il nuovo BTP Italia, scadente, il 26 Marzo 2016 (quindi pochi giorni prima dell'altro) ha un rendimento **reale** (cioè al quale si deve aggiungere l'inflazione) pari al 2,3%.

Ciò significa che il fantomatico “mercato efficiente” si attende un'inflazione italiana nei prossimi 4 anni pari all'1,3% (3,6% meno il 2,3%). Poiché oggi partiamo da un'inflazione tendenziale del 3,3% dobbiamo ipotizzare che nei prossimi 4 anni l'inflazione scenda sotto l'1% affinché il prezzo del BTP Italia sia giustificato rispetto al BTP tradizionale.

E' razionale, ragionevole, efficiente, tutto questo?

Restando sui BTP e andando indietro nel tempo di circa tre mesi possiamo vedere che c'è stato un breve periodo di 15 giorni alla fine di Novembre 2011, nonché un paio di giorni a metà Gennaio 2012, nel quale il rendimento reale dei BTP legati all'inflazione a 5 e 10 anni era superiore al rendimento nominale dei BTP tradizionali di pari scadenza. Ciò significa che il fantomatico “mercato efficiente” si attendeva una inflazione negativa per i prossimi 10 anni. E' razionale, ragionevole, efficiente, tutto questo? Chiaramente no, ma la domanda interessante è: *se è vero, come è vero, che nei mercati finanziari operano molte persone assolutamente preparate e con mezzi, sia informativi che economici, molto rilevanti, come è possibile che queste anomalie non vengano sfruttate?*

Rispondere a questa domanda è importante anche per non trarre la conclusione, semplicistica e affrettata, che si possa fare un sacco di soldi semplicemente approfittando delle presunte inefficienze dei mercati finanziari.

Il primo errore che compie la teoria classica dei mercati efficienti è quella di considerare gli operatori tutti alla stessa stregua: tutti uguali come le particelle di un gas nel moto browniano.

La realtà è molto più complicata. E' vero che nei mercati ci sono molti operatori assolutamente preparati e con mezzi, sia informativi che economici, di primaria rilevanza. Ma è vero anche che il mercato è composto di operatori che rispondono a logiche molto diverse le une dalle altre.

Un fondo pensione, ad esempio, ha esigenze diverse da un *hedge fund*. Un fondo comune d'investimento di una grande banca, con un preciso *benchmark* ed un determinato regolamento, non può neppure prendere in considerazione determinati investimenti che invece potrebbero essere vagliati da un *family office* che gestisce un patrimonio di famiglia senza particolari vincoli sugli strumenti da utilizzare. In altre parole, senza scomodare le teorie della finanza comportamentale (che dimostrano che gli operatori finanziari sono tutt'altro che razionali) vista la grande varietà di obiettivi e caratteristiche degli operatori finanziari può essere del tutto razionale, per determinate categorie di investitori, non approfittare di una presunta inefficienza su certi prezzi una volta che si considera tutto il contesto nel quale operano (regole dell'organizzazione per la quale operano, obiettivi personali, metri di valutazione del lavoro dei singoli operatori, ecc.).

Un secondo errore della teoria dei mercati efficienti è quello di non considerare sufficientemente il problema della dimensione dei flussi finanziari. Il prezzo rimane sempre, alla fine della fiera, il risultato dell'incrocio fra domanda e offerta. I meccanismi con i quali si effettuano le negoziazioni fanno sì che se la dimensione fra flusso di domanda e flusso di offerta è molto diversa, i prezzi possono risultare inefficienti. Ci sono strumenti finanziari o mercati per i quali un problema di dimensione dell'offerta li rende di fatto inaccessibili a determinate categorie di investitori (una delle possibili spiegazioni sui rendimenti così diversi tra il BTP Italia ed il BTP tradizionale può risiedere proprio nel fatto che gli investitori istituzionali non stanno ancora acquistando i BTP Italia).

Questi sono solo due dei molti aspetti che spiegano determinati prezzi di strumenti finanziari che possono sembrare a prima vista del tutto incomprensibili.

E' importante, però, non cadere nel facile errore di considerare *sempre* questi prezzi anomali come occasioni di acquisto. In alcuni casi possono esserlo, ma non è assolutamente detto che sia sempre così. In primo luogo bisogna considerare che certi prezzi possono risultare anomali per molto tempo. Quindi l'investitore deve avere la possibilità di rimanere nell'investimento per tutto il tempo necessario a far cessare l'anomalia (o, nel caso delle obbligazioni, fino alla scadenza naturale del titolo). Secondariamente, in finanza esistono meccanismi auto-alimentanti per i quali il persistere di un determinato prezzo inizialmente anomalo fa mutare determinati valori che incidono sulla valutazione del prezzo stesso rendendolo, col tempo, non più anomalo. In altre parole, il prezzo anomalo che persiste nel tempo tende a giustificare se stesso anche razionalmente.

In conclusione, quindi, i mercati finanziari spesso, non sono efficienti, ma non è così facile – come può sembrare – trarne profitto.