

Crisis: Bubbles? They can work, but only with a limit

Federico Fubini

Corriere della Sera

March 14, 2011

CORRIERE DELLA SERA

2 MI

La nuova proposta La lezione milanese di Frydman, l'economista che sfida l'ortodossia delle teorie sulla razionalità perfetta del mercato

Crisi Le bolle? Servono, ma limitiamole

Impossibili previsioni certe, ma le autorità possono tenere gli eccessi sotto controllo. Cosa che non stanno facendo...

DI FEDERICO FUBINI

Il sommovimento dei mercati finanziari continua a dare uno dopo l'altro i suoi terribili colpi di coda. Una serie di ipotesi che solo cinque anni fa sarebbero apparse assurde si sono affacciate, e in alcuni casi realizzate, contro le previsioni di quasi tutti. La sequenza è lunga e continua più volte l'anno a includere nuovi eventi: ormai debordano dal regno dell'economia e della finanza alla geopolitica del mondo arabo, con ogni probabilità per il tramite dell'inflazione alimentata indotta dalla liquidità creata in America per rispondere alla crisi.

Sono tutte esperienze che spingono a guardarsi indietro e porsi serie domande quanto alle idee sulle quali sono incardinate le economie occidentali. Roman Frydman, un economista della New York University, ritiene di aver trovato un passaggio di Robert Lucas secondo lui particolarmente rivelatore. Lucas, premio Nobel per l'Economia del '95, è il principale teorico di quella che è universalmente nota come l'«ipotesi delle aspettative razionali». Quest'ultima sostiene che il mercato ha fondamentalmente sem-

pre ragione, e sia prevedibile in base a modelli matematici, poiché esprime nei prezzi tutte le informazioni disponibili da parte di individui che perseguono lo stesso obiettivo: il proprio interesse economico.

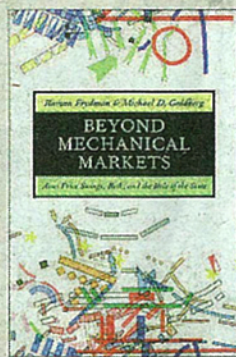
Modelli

Non senza una vena polemica, Frydman sceglie di Lucas questa frase per condensare il pensiero del celebre economista di Chicago: «Preferisco usare il termine "teoria" — scrive Lucas — come qualcosa che possa essere messo in un computer e calcolato. Una teoria è la costruzione di un artificiale mondo meccanico popolato da robot che interagiscono: è ciò che l'economia, tipicamente, studia».

Di recente in una saletta appartata della Camera dei Lord a Londra, Frydman ha letto quella frase a una piccola platea di colleghi economisti e ha commentato: «È quasi imbarazzante. Nemmeno i sovietici avrebbero mai sognato di poter costruire un modello così perfetto. È come la pianificazione del socialismo reale: se non funziona direbbero che a sbagliare non è il modello, ma la gente».

Quando aveva 19 anni, nel

Il libro



Il libro di Roman Frydman «Beyond Mechanical Markets» («Oltre i mercati meccanici»). L'economista domani terrà una lezione alla Bocconi. Contesta la teoria che il mercato abbia sempre ragione e confuta le tesi di Robert Lucas

1968, Frydman è fuggito a New York dalla natia Polonia durante un'ondata di persecuzioni antisemite da parte del regime real-socialista. E forse è la sua esperienza dall'infanzia con quelli

che chiama i «modelli pienamente pre-determinati» che lo ha reso scettico verso le teorie sulle «aspettative razionali» di Lucas e colleghi fin da quando era uno studente alla Columbia negli anni 70.

Alla Camera dei Lord, ospite dello storico dell'economia Lord Robert Skidelsky e di Adair Turner, il regolatore della

City di Londra, Frydman presentava qualche giorno fa il suo ultimo libro scritto con Michael Goldberg, dedicato a confutare Lucas e soprattutto a superarlo.

Volatilità

Il volume si intitola «Beyond Mechanical Markets» («Oltre i mercati meccanici») e in qualche misura per Frydman rappresenta un riscatto oltre che un caso editoriale del momento nella macroeconomia. La sua carriera non è certo stata resta più facile dal suo status di «dissidente» nel cuore del pensiero economico occidentale.

Non è un caso se anche la lezione-conferenza che domani terrà all'Università Bocconi a Milano (alle 14.30 in Via Sarfatti 25) è intitolata alla «Unorthodox Macro». Frydman resta convinto che i fondamentali siano la base e la ragione di gran lunga prevalente per le fluttuazioni del mercato. Per dimostrarlo, esamina nel suo ultimo libro una serie di sei anni ('94-2000, in piena bolla della *new economy*) di articoli riassuntivi di giornata di Bloomberg e nota come gli analisti e i trader intervistati dall'agenzia spiegino sempre gli eventi in base ai fondamentali, non a elementi emotivi quali il «sentiment» del mercato.

Eppure i fattori considerati più rilevanti via via cambiano nel tempo, non sono mai gli stessi. Sulla scorta delle lezioni di John Maynard Keynes, Friedrich Hayek e Karl Popper, Frydman ritiene che dei mercati e del futuro dell'economia si possa avere al

meglio solo una conoscenza imperfetta «perché non possiamo prevedere razionalmente il percorso futuro della nostra stessa conoscenza».

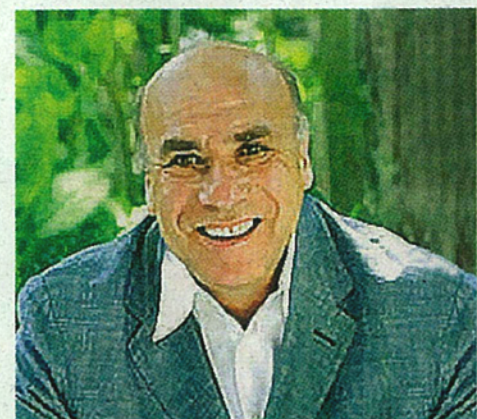
Niente modelli certi dunque, ma neanche una rinuncia agnostica e fatalista a capire. «Beyond Mechanical Markets» ritiene che le fluttuazioni del mercato siano inevitabili nell'allocatione del capitale, anche se possono diventare eccessive proprio perché la conoscenza degli operatori è imperfetta. Per questo Frydman propone che le autorità di politica economica intervengano a scoraggiare gradualmente gli eccessi quando certi prezzi si avviano verso o oltre i loro livelli massimi in base alle medie storiche. È l'opposto della Federal Reserve di Alan Greenspan, che non ha mai frenato la bolla delle dotcom o quella immobiliare proprio in base alle teorie sulla razionalità del mercato di Chicago.

È invece ciò che fa oggi il Brasile, quando cerca di limitare la fortissima rivalutazione del real. Il mondo emergente applica Frydman, quello avanzato inizia a parlarne.

LA LUNGA DISCESA DEL BIGLIETTO VERDE



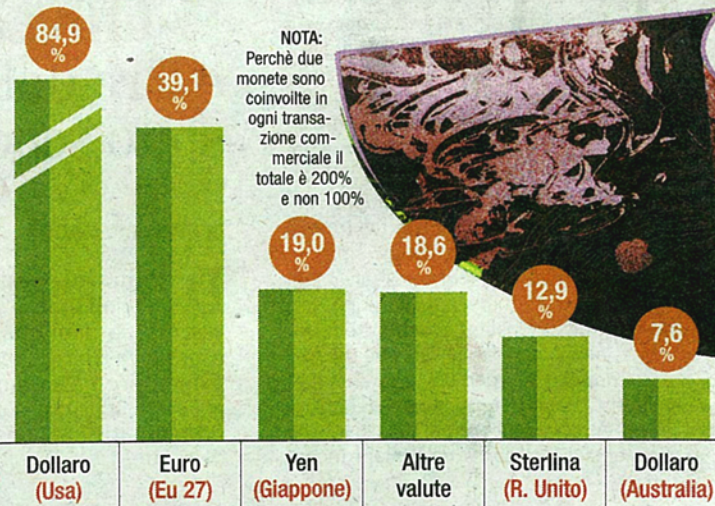
© RIPRODUZIONE RISERVATA



Le autorità possono intervenire a scoraggiare gradualmente i prezzi quando si avvicinano o vanno oltre certi limiti in base alle medie storiche. Così si eviterebbero problemi più gravi

Controcorrente Roman Frydman, economista della New York University. Critica il determinismo economico e l'«ipotesi delle aspettative razionali» di Robert Lucas, premio Nobel nel 1995. Fuggì a New York dalla Polonia nel 1968

PERDITA DI SOVRANITÀ
Il peso delle varie valute negli scambi commerciali mondiali



The new proposal. Frydman's lecture in Milan: the economist challenges the orthodoxy of market rationality theories.

Crisis: Bubbles? They can work, but only with a limit

By Fubini Federico

Impossible to have reliable predictions, but authorities can keep excesses under control. And that it is not what they are doing at the moment...

Financial markets' turmoil keeps raging. A series of hypothesis that only five years ago would have been promptly dismissed have not only surged, but in some cases, have occurred against all odds. There's a long series of similar unexpected events which keep increasing, ranging from the economic and financial area to the Arab world's geopolitics, possibly passing by food inflation derived from the US liquidity produced as a response to the crisis.

All these events force us to look backwards and question the founding principles of Western economies. New York University economist, Roman Frydman, claims to have found a revealing extract by Robert Lucas. Nobel Prize winner in economics in 1995, Lucas is the main theoretician of what is universally referred to as the "rational expectations hypothesis (REH)". According to this theory, the market is always right and predictable on the basis of mathematics models, in that its prices express all the information available from those individuals pursuing the same objective: their own economic interest.

Models

With a polemic tone, Frydman refers to the following phrase by Lucas to condense the famous Chicago economist theory: "I prefer using the term 'theory' ", writes Lucas "as something to be put in a computer and calculated. A theory is the artificial building of a mechanical world inhabited by interacting robots. This is what the economy studies. " Recently, in a side room at the House of Lords, Frydman read out this sentence to a small audience of colleagues adding the following comment: "It is almost embarrassing. Not even the Soviets would have dreamt of creating such a perfect model. It's like planning real socialism: if it doesn't work, it will be the people's fault, not the model's."

In 1968, Frydman left Poland, his country of origin, at 19 years old and went to New York to escape anti-Semitic persecutions pursued by the socialist regime. And it was probably his childhood experience with what he called “fully predetermined models” that, since he was a student at the Columbia University in the 70’s, made him sceptical towards the “rational expectations” theory drawn up by Lucas and supported by his colleagues. A few days ago, as guest of the historian economist, Lord Robert Suddelky, and City of London regulator, Adait Turner, Frydman presented at the House of Lords his most recent book, co-written with Michael Gol-dberg, where he openly criticizes and tries to overcome Lucas’ theory.

Volatility

The book is titled "Beyond Mechanical Markets" and beyond being a current macroeconomic editorial case, it somehow represents a redemption for Frydman. Frydman has not been facilitated in his career by his reputation as “dissident” within the Western economic school of thought. It is not a coincidence that his lecture -to be held tomorrow at Milan Bocconi University (at 2 pm in Via Sarfatti, 25)- is entitled “Unorthodox Macro”. Frydman firmly believes that the core principles of market fluctuations are the prevailing basis and reason. In his book with Michael Goldberg, he demonstrates his theory by analyzing a series of Bloomberg articles of the past six years (from 1994 to 2000, i.e. throughout the *new economy* bubble context). He finds that all interviewed experts and traders always explain the facts on the basis of the core principles and not on the basis of emotional factors (i.e. the market feeling). However, the factors considered to be mostly relevant do change as time goes by. In the wake of John Maynard Keynes, Friedrich Hayek and Karl Popper’s lessons, Frydman and Goldberg claim that it is only possible to have an imperfect knowledge of markets and of the future of the economy “because we can’t rationally predict the future course of our own knowledge”.

Hence, there are no predefined models, but neither an agnostic and fatalist renunciation to understanding. According to “Beyond Mechanical Markets” market fluctuations are inevitable when allocating capitals, although they can become excessive because of the imperfect knowledge of the operators. That is why Frydman suggests that political and economic authorities should intervene to gradually discourage excesses, when prices seem to go over the average maximum levels. This goes against the principles implemented by Alan Greenspan when serving as Chairman of the Federal Reserve who never put a stop to the dotcom or the estate bubble on the basis of Chicago market rationality theories. On the other

hand, Brazil seems to be applying the new principles when trying to limit the strong revaluation of its currency (Real). While the developing world implements Frydman's theories, developing countries start talking about it.