

There is no Perfect Market

C.J. Polychroniou
Eleftherotypia

March 13, 2011

ΣΤΟΝ ΧΡΟΝΗ ΠΟΛΥΧΡΟΝΙΟΥ

«ΤΟ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ πρόβλημα δεν έγκειται στο ότι η Goldman Sachs, για παράδειγμα, εξαπάτησε το κοινό, αλλά στο ότι προσλαμβάνει φυσικό από το MIT, για να διαμορφώσει μοντέλα με νόμους που υποτίθεται ότι μπορούν να προβλέψουν μελλοντικές διακυμάνσεις». Η φράση ανήκει στον Roman Frydman και εξηγεί σε μεγάλο βαθμό τι συνέβη στην παγκόσμια οικονομία τα τελευταία χρόνια και γιατί ξέσπασε η κρίση. Ο διεθνούς εμβέλειας οικονομολόγος πιστεύει πως τα οικονομικά έχουν πάψει να ακολουθούν το δρόμο της επιστήμης. Έχουν μετατραπεί σε «αλχημεία», όπου οι απόψεις και τα πιστεύω σχετίζονται όλο και περισσότερο με δογματικές προκαταλήψεις, ενώ δεν λαμβάνουν υπόψη τους αστάθμητους παράγοντες. Ως εκ τούτου, θεωρεί πως ο κίνδυνος για μια νέα παγκόσμια κρίση βρίσκεται πολύ κοντά μας.

Ο Frydman μόλις δημοσίευσε ένα καινούριο βιβλίο από τον εκδοτικό οίκο του Πανεπιστημίου Πρίνστον, με τον τίτλο «Beyond Mechanical Markets: Asset Price Swings, Risk, and the Role of the State» («Πέρα από τις μηχανικές αγορές: Διακυμάνσεις στις τιμές περιουσιακών στοιχείων, ρίσκο και ο ρόλος του κράτους»), που φέρνει στην επιφάνεια τα παραπάνω θέματα. Στο βιβλίο αυτό, το οποίο προκαλεί ήδη μεγάλες αναταραχές στον κόσμο των οικονομολόγων και των χρηματοοικονομικών θεσμών, ο Frydman υποβάλλει σε κριτική ανάλυση τις επικρατούσες θεωρίες (υποστηρίζει ότι όλες διακατέχονται από τις ίδιες ιδεολογίες για τον πραγματικό κόσμο) και αποδεικνύει λανθασμένες τις οικονομικές τους εκτιμήσεις, με βάση τα εμπειρικά δεδομένα που έχει αναλύσει. Πλειάδα από νομπελίστες οικονομολόγους έχει ήδη προσυπογράψει με ενθουσιασμό το προαναφερθέν έργο του Frydman, μεταξύ των οποίων ο λόρδος Τέρνερ, επικεφαλής της Βρετανικής Αρχής Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών.

■ **Τι ακριβώς δεν πάει καλά με τις επικρατούσες οικονομικές θεωρίες, που –με τον έναν ή τον άλλον τρόπο– καθοδηγούν τις αποφάσεις για επενδυτικές δραστηριότητες και διαμορφώνουν την οικονομική πολιτική;**

■ Οι ιδέες των οικονομολόγων και οι θεωρίες τους έπαιξαν σημαντικό, αν όχι αναπόφευκτο, ρόλο στη χρηματοοικονομική κρίση που ξεκίνησε το 2007 και αυτό είναι που αναλύω στο καινούριο μου βιβλίο, γραμμένο με τον πρώην φοιτητή μου και νυν καθηγητή οικονομικών Michael Goldberg. Πρέπει να αλλάξουμε τις προσεγγίσεις μας για τα μακροοικονομικά και για το πώς λειτουργούν οι χρηματαγορές, επειδή οι επικρατούσες αντιλήψεις έχουν τρομερά κενά και ατέλειες. Αρχικά, πρέπει να κατανοήσουμε και στη συνέχεια να λάβουμε υπόψη ότι η αστάθεια είναι εγγενές χαρακτηριστικό της λειτουργίας των καπιταλιστικών αγορών και οικονομικών. Οι τιμές περιουσιακών στοιχείων και ο κίνδυνος (risk) υποβάλλονται σε διακυμάνσεις κατά τη διάρκεια της κανονικής τους λειτουργίας. Τα οικονομικά μοντέλα είναι φοβερά ανεπαρκή, για να κατανοήσουν τι πάει στραβά με τις χρηματοοικονομικές αγορές. Δεν λαμβάνουν υπόψη απρόβλεπτες αλλαγές (non-routine change). Λειτουργούν με την υπόθεση ότι τίποτα καινούριο και α-

▶ ROMAN FRYDMAN (καθηγητής οικονομικών στο Πανεπιστήμιο της Νέας Υόρκης)

«Δεν υπάρχει τέλεια αγορά»



WHO is who ?

Είναι καθηγητής Οικονομικών στο Πανεπιστήμιο της Νέας Υόρκης. Ολοκλήρωσε τις προπτυχιακές του σπουδές με πτυχίο στη Φυσική και τα Μαθηματικά από το Cooper Union, απέκτησε μεταπτυχιακό δίπλωμα στα Μαθηματικά και στην Επιστήμη των Υπολογιστών από το Πανεπιστήμιο της Νέας Υόρκης, μεταπτυχιακό δίπλωμα στα Οικονομικά από το Κολούμπια και διδακτορικό (με την ανώτερη διάκριση) από το Κολούμπια. Είναι μέλος πολλών σημαντικών οικονομικών ινστιτούτων και έχει διατελέσει σύμβουλος πολλών κυβερνήσεων για θέματα ιδιωτικοποίησης και διαχείρισης. Έχει δημοσιεύσει περίπου 20 βιβλία και πάνω από 100 επιστημονικές μελέτες και άρθρα.

προσδόκητο δεν μπορεί να συμβεί. Ετσι, δεν έχουν καμία σύνδεση με το πώς εξελίσσονται οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στον πραγματικό κόσμο.

■ **Πού οφείλεται αυτό; Οι οικονομολόγοι δεν είναι ούτε αφελείς ούτε ανόητοι...**

■ Είναι εγκλωβισμένοι σε μια μηχανιστική, ντετερμινιστική αντίληψη για το πώς λειτουργούν οι αγορές (τεράστιος όγκος με αποδεικτικά στοιχεία ότι τα άτομα στον πραγματικό κόσμο δεν λειτουργούν σύμφωνα με το πρότυπο ορθολογισμού που χρησιμοποιούν οι οικονομολόγοι), ενώ πιστεύουν πως το μόνο που χρειάζεται να γίνει, για να βελ-

τιωθούν τα σημερινά οικονομικά μοντέλα, είναι να προστεθούν μερικά επιπλέον κομμάτια, όπως ο σύνδεσμος μεταξύ του τραπεζικού τομέα και της ευρύτερης οικονομίας. Αυτό έχει δηλώσει και ο Μπεν Μπερνάκι. Ψάχνουν δηλαδή το στάχυ και δεν βλέπουν τον ελέφαντα στο δωμάτιο.

■ **Λέτε πως τόσο τα οικονομικά της ελεύθερης αγοράς (Σχολή Σικάγου) όσο και τα οικονομικά του Νέου Κείνσιανισμού (MIT), ή ακόμα και της ατελούς και ασύμμετρης πληροφόρησης (Στίγκλιτς), βασίζονται στις ίδιες αξιώσεις για τον πραγματικό κόσμο;**

■ Όχι μόνο, ακόμα και τα οικονομικά του κεντρικού σχεδιασμού βασίζονται σε μια μηχανιστική αντίληψη της λειτουργίας της οικονομίας. Ο σοσιαλιστής σχεδιαστής πιστεύει ότι έχει ανακαλύψει έναν ολοκληρωμένο προ-ντετερμινιστικό μηχανισμό, που οδηγεί σε αγοραίες εκδοχές και πως αυτό το μοντέλο συλλαμβάνει τον τρόπο με τον οποίο αυτοί που συμμετέχουν στις αγορές θα σκεφτούν για το μέλλον. Πάνω σε αυτό το μοντέλο ορθολογικών προσδοκιών χτίστηκαν οι μακροοικονομικές πολιτικές του κεντρικού σχεδιασμού. Ακριβώς το ίδιο συμβαίνει και με τη θεωρία της ελεύθερης αγοράς, θεωρητικά το άκρως αντίθετο του κεντρικού σχεδιασμού. Όλες οι επικρατούσες οικονομικές αντιλήψεις δεν λαμβάνουν υπόψη ούτε την απρόσμενη αλλαγή ούτε την ατελή γνώση, τα οποία τα θεωρούν ασήμαντες παραμέτρους για την κατανόηση των αγοραίων τιμών και του ρίσκου. Οι αγορές δεν λειτουργούν ούτε μηχανιστικά ούτε καθοδηγούνται από την ψυχολογία της αγέλης. Οι διακυμάνσεις των τιμών καθοδηγούνται από τις πάντα ατελείς ερμηνείες των ατόμων όσον αφορά τη σημασία και τη σπουδαιότητα των βασικών οικονομικών δεδομένων για μελλοντικές τιμές και ρίσκο.

■ **Όταν δηλαδή εκτινάσσονται τα spreads των ελληνικών κρατικών ομολόγων στα ύψη, είναι ανοησία να ακούγεται ότι η ψυχολογία των επενδυτών είναι αυτή που ανεβάζει τα spreads, επειδή λειτουργούν ως αγέλη;**

■ Ναι, μεγάλη ανοησία αν λέγεται κάτι τέτοιο. Οι επενδυτές έχουν δεδομένα στα χέρια τους, τα οποία αξιολογούν. Όταν διαβάζουν τους αριθμούς και βλέπουν ότι η ελληνική οικονομία βυθίζεται σε ύφεση, πως το ποσοστό χρέους αυξάνεται κ.ο.κ., φυσικά και θα ενεργήσουν με τρόπο που θα ανεβάσουν τα spreads των ελληνικών κρατικών ομολόγων. Τα ίδια τα στοιχεία τους οδηγούν προς αυτή την κατεύθυνση. Η ψυχολογία δεν έχει να κάνει τίποτα με αυτά τα φαινόμενα.

■ **Μελετήσατε και αναλύσατε δεδομένα και στοιχεία από διακυμάνσεις στις αξίες των**

περιουσιακών στοιχείων. Τι ανακαλύψατε;

■ Τα στοιχεία που αναλύσαμε ήταν από την αμερικανική αγορά equities για την περίοδο 1993-2009, ένα παράθυρο για εμάς στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων εκ μέρους αυτών που συμμετείχαν σε συναλλαγές. Ανακαλύψαμε ότι οι ουσιαστικοί παράγοντες της οικονομίας είναι αυτοί που οδηγούν σε διακυμάνσεις των περιουσιακών στοιχείων. Σε καμία περίπτωση δεν βρήκαμε ψυχολογικούς ή τεχνικούς παράγοντες να κινούν την αγορά.

■ **Στα μαθηματικά μοντέλα που αναπτύξατε, έχετε τώρα συμπεριλάβει την απροσδιόριστη αλλαγή και την ατελή γνώση;**

■ Φυσικά. Πιστεύω ότι έχουμε ένα νέο ολοκληρωμένο μοντέλο μακροοικονομικής ανάλυσης, το οποίο αναγνωρίζει και ενσωματώνει την απρόσμενη αλλαγή. Αυτό δεν σημαίνει πως μπορούμε να προβλέψουμε το μέλλον. Κάτι τέτοιο δεν μπορεί ποτέ να γίνει.

■ **Η εργασία σας αυτή έχει ήδη πιστοποιηθεί ως απόλυτα καινοτόμος από μια σειρά κορυφαίων οικονομολόγων, αρκετοί από τους οποίους είναι κάτοχοι Νόμπελ στα Οικονομικά. Είναι η δουλειά αυτή για Νόμπελ;**

■ Αυτό δεν μπορώ να το κρίνω εγώ. Αλλά φοβάμαι πως ο δογματισμός που επικρατεί δεν θα αλλάξει εύκολα. Το μεγαλύτερο πρόβλημα δεν έγκειται στο ότι η Goldman Sachs, για παράδειγμα, εξαπάτησε το κοινό (αυτό ίσως να μπορείς να το σταματήσεις κάποια στιγμή), αλλά το ότι προσλαμβάνει φυσικό από το MIT, για να διαμορφώσει μοντέλα με νόμους που υποτίθεται ότι μπορούν να προβλέψουν μελλοντικές διακυμάνσεις. Εκεί βρίσκεται ο μεγάλος κίνδυνος για νέες παγκόσμιες κρίσεις, κινήσεις που νομιμοποιούν πλήρως την ιδέα της λειτουργίας της τέλει αγοράς.



«Το μεγαλύτερο πρόβλημα δεν έγκειται στο ότι η Goldman Sachs, για παράδειγμα, εξαπάτησε το κοινό, αλλά το ότι προσλαμβάνει φυσικό από το MIT, για να διαμορφώσει μοντέλα με νόμους που υποτίθεται ότι μπορούν να προβλέψουν μελλοντικές διακυμάνσεις» τονίζει ο Ρόμαν Φρίντμαν.



Το νέο ολοκληρωμένο μοντέλο μακροοικονομικής ανάλυσης αναγνωρίζει και ενσωματώνει την απρόσμενη αλλαγή. Αυτό, βέβαια, δεν σημαίνει πως μπορούμε να προβλέψουμε το μέλλον

ROMAN FRYDMAN (Professor of Economics at New York University)

Interview with C.J. Polychroniou

“There is no perfect market”

“The biggest problem is not that Goldman Sachs, for example, deceived the public, but that it hires a physicist from MIT in order to formulate law based models that can allegedly forecast future market fluctuations”.

This is a statement made by Roman Frydman and it explains to a large extent what happened in the world economy in the last few years and why the crisis broke out. The world renowned economist believes that economics have ceased following the path of science and have instead been converted into an “alchemy,” whereby views and beliefs are couched more and more on dogmatic terms and do not take into account imponderable factors. Consequently, he thinks that the danger for a new global crisis is still very much with us.

Frydman has just published a new book with Princeton University Press titled ***Beyond Mechanical Markets: Asset Price Swings, Risk, and the Role of the State*** which brings into light the above issues. In this book, which is already causing quite a stir among economists and financing institutions, Frydman subjects into critical analysis the prevailing economic theories (he maintains that all of them are instilled by the same biases about the real world) and shows, on the basis of massive empiric data that he has gathered and analysed, how erroneous their assessments are. A good number of Nobel prize economists have endorsed with enthusiasm Frydman’s aforementioned book, including Lord Turner, Chairman of the UK Financial Services Authority.

What exactly is wrong with the prevailing economic theories which, in one way or another, guide the decisions about investments activities and shape economic policy?

The ideas of economists and their theories played an important, if not an inevitable, role in the financial crisis that broke out in 2007 -- and this is that I analyze in my new book, co-written with my former student and now Professor of Economics Michael Goldberg. We should change our approach to macroeconomics and how markets work because the prevailing views contain huge gaps and imperfections. For starters, we should understand and in turn take into consideration the fact the instability is an innate characteristic in the operation of capitalistic markets and economies. Asset prices and risk are subjected to fluctuations in the course of their regular operations. The economic models are horribly insufficient to grasp when something goes wrong with financial markets. They do not take into account non-routine change. They function on the premise that nothing new and unexpected can

happen. Thus, they have no connection with how asset prices evolve in the real world.

Why is this? Economists, after all, are neither gullible nor foolish...

Economists are engulfed in a mechanistic, pre-deterministic perception of how markets function (there is an enormous amount of empirical data with strong evidence that individuals in the real world do not behave according to the rationalist model that economists use) and they believe that the only thing that is needed in order to improve the current economic models is to add certain pieces here and there, as with the link between the banking sector and the wider economy. Ben Bernanke has said as much himself. But in doing so, they search for hay and miss the elephant in the room.

Are you saying that the economics of free market capitalism (Chicago School) as well as neo-Keynesian economics (MIT), or even the economics of imperfect and asymmetrical information (Stiglitz), are based on the same premises about the real world?

Not only those approaches, but even the economics of central planning are based on a mechanistic conception about the function of the economy. The socialist planner believes he has discovered a complete pre-deterministic mechanism which leads to market outcomes and that this model captures the way in which those that participate in the markets will think about in the future. The policies of central planning were built on this model of rational expectations. This is precisely what happens with the theory of free market capitalism, which is allegedly the extremely opposite from central planning. Prevailing economic theories do not take into consideration unforeseen change or incomplete knowledge as they consider them to be insignificant factors for the comprehension of market prices and risk. The markets do not function in a mechanistic manner nor are they guided by the psychology of the herd. Price fluctuations are guided by the ever incomplete interpretations of individuals with regard to the significance of available basic economic data on future prices and risk.

So, when the spread for Greek bonds hits the roof, it is plain nonsense to say that it is the psychology of the investors that is responsible for their sharp increase because investors behave like a herd...

Yes, it is nonsense if this is what is being said. Investors have certain facts in their hands, which they evaluate accordingly. When they read the numbers and see that the Greek economy is sinking deeper into recession, that the sovereign debt is increasing, and so on, they will act in ways which will naturally increase the spreads of Greek bonds. It is the available data they have to themselves that leads them in this direction. Psychology has very little to do with these outcomes.

You've studied and analyzed the data from asset price fluctuations. What did you come up with?

The data we analyzed were from the US equity market for the period between 1993-2009. This was a real window for us in the process of decision-making from those who participate in financial transactions. We found out that it is the essentials in an economy that lead to fluctuations of asset prices. In no case did we find that psychological or technical factors moved the market.

Have you incorporated non-routine change and incomplete information in the mathematical models you have developed?

Of course. I believe we have a new complete model of macroeconomic analysis which now recognizes and incorporates non-routine change. But this does not mean we can predict the future. That will never happen.

Your latest work has been seen verified as being highly innovative by a number of leading economists, some of whom are Nobel laureates. Is this work worthy of a Nobel?

I cannot judge this myself. However, I am afraid that the dogmatism that prevails will not go away easily. The biggest problem is not that Goldman Sachs, for example, deceived the public (perhaps this is something that can be stopped one day), but that it hires a physicist from MIT to formulate law based models that can allegedly forecast future market fluctuations. This is where the big danger lies for new global crises, in moves that legitimize completely the idea of the function of a perfect market. .

Who's Who ?

Professor of Economics at New York University. He completed his undergraduate studies in Physics and Mathematics at Cooper Union, attained a master degree in Mathematics and in Computing Science from New York University, a master degree in Economics from Columbia and a doctorate in Economics (with highest distinction) from Columbia. He is a member in many distinguished economic institutes and has served as advisor for many governments on matters of privatization and management. He has published approximately twenty books and some one hundred scientific papers and articles.