

Roberto Burlando

Donald MacKenzie, An engine, not a camera. How financial models shape markets. Cambridge MA: MIT Press, 2006, 377 pp.

(doi: 10.2383/27734)

Sociologica (ISSN 1971-8853)

Fascicolo 2, settembre-ottobre 2008

Ente di afferenza:

()

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

Licenza d'uso

Questo articolo è reso disponibile con licenza CC BY NC ND. Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it/>

Book reviews

Donald MacKenzie, *An engine, not a camera. How financial models shape markets*. Cambridge MA: MIT Press, 2006, 377 pp.

doi: 10.2383/27734

Il libro racconta – dal secondo all’ottavo capitolo – due “storie” interconnesse, che utilizza per interrogarsi e fornire risposte sulla loro relazione e più in generale sul rapporto tra teorie e realtà. Le storie, interessanti, istruttive e piacevolmente raccontate, trattano dei due aspetti cruciali dello sviluppo nel secondo Dopoguerra dell’economia finanziaria, ormai riconosciuta come un elemento centrale (se non addirittura quello primario) dell’economia contemporanea. La prima è la storia dei cambiamenti avvenuti dal 1970 nei mercati finanziari statunitensi e in particolare dello sviluppo del mercato dei “derivati”, che ha ormai raggiunto cifre inusitate – il libro stesso informa che, secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali, a fine giugno 2004 il totale dei contratti in derivati ammontava a 273.000 miliardi di dollari Usa, quasi due volte la produzione annua della Francia al tempo e pari a circa 43.000 dollari per ciascun abitante della Terra.

La seconda, invece, racconta della nascita (negli anni Cinquanta del secolo scorso) e della progressiva affermazione (negli anni Sessanta e Settanta) delle teorie economiche dei mercati finanziari. Ancora negli anni Ottanta – dieci anni dopo l’avvio del processo, mostratosi progressivamente sempre più pervasivo, di “finanziarizzazione” dell’economia e almeno altrettanti dopo la pubblicazione (nel 1973) dei contributi sulla teoria delle opzioni che valsero a due dei loro autori (Scholes e Merton) il premio Nobel per l’economia nel 1997 – la teoria della finanza (*financial economics*) era considerata da molti economisti accademici una branca specialistica della disciplina e anche una non particolarmente rilevante (il potente L. Summers mostrò la sua parzialità paragonandola, ancora nel 1985, all’economia del ketchup e sminuandone la rilevanza dei contributi). Negli anni Novanta invece arrivarono i riconoscimenti (a oggi cinque economisti finanziari hanno conseguito il premio Nobel) e la disciplina lasciò la marginalità per divenire uno dei temi centrali dell’economia attuale.

Le due storie possono essere raccontate separatamente ma, come si è detto, l’interesse maggiore è per l’interazione tra i due aspetti, che pare essere stato cruciale per l’affermazione di entrambi. L’autore evidenzia, infatti, come all’affermazione della “nuova” teoria finanziaria contribuì indubbiamente il ruolo e peso crescente dei mercati finanziari sull’economia statunitense e poi internazionale, nonché il recupero di prestigio delle borse (dopo che il Grande Crash del 1929 aveva esposto evidenze di malpratiche su di esse).

L’interesse principale del volume, però, è il ruolo che l’emergere di una teoria formalizzata e di modelli teorici di grande reputazione ha avuto non solo sullo sviluppo dei mercati finanziari ma anche sulla specifica forma che essi hanno assunto e sull’andamento dei prezzi su di essi. A questo allude la distinzione tra motore e macchina fotografica che costituisce il titolo del volume.

Tale distinzione era già stata utilizzata da Milton Friedman (in un saggio del 1953, *The methodology of positive economics*, assai discusso) che però, definendo le teorie e i modelli come “un motore per analizzare” anziché una fotografia, intendeva essenzial-

mente sostenere la sua tesi della irrilevanza delle ipotesi su cui si basano le teorie e i modelli – tesi subito avversata da molti, tra gli altri il più autorevole economista del tempo, Paul Samuelson, e per anni dibattuta; essa pare ormai screditata sul piano filosofico eppure è ancora abbastanza diffusa tra gli economisti ortodossi. Nella visione di MacKenzie invece il “motore” svolge ben altro ruolo: altera la stessa realtà che considera e interpreta: “Financial economics, I argue, did more than analyze markets: it altered them. It was an ‘engine’ in a sense not intended by Friedman: an active force transforming its environment, not a camera passively recording it” [p. 12].

La questione del ruolo che sullo sviluppo degli attuali mercati finanziari, e di quello dei derivati in particolare, hanno esercitato i modelli teorici è chiaramente di grande interesse e rilevanza e apre la strada a interrogativi e riflessioni di portata ancora più vasta, sia concreta che teorica. L’autore la inquadra citando le riflessioni di Alan Blinder, quotato economista e policy-maker statunitense, che ha sostenuto che negli ultimi decenni le economie globali si sono avvicinate alquanto al modo standard in cui gli economisti le rappresentano e che questi ultimi hanno in una qualche misura piegato la realtà a corrispondere ai loro modelli. Egli riconosce anche come il problema vada oltre i limiti dell’economia citando Bruno Latour che scrive “abbiamo preso la scienza per un quadro realistico immaginando che producesse un quadro esatto del mondo. Le scienze fanno qualcosa di completamente diverso – pur rimanendo nell’ambito della pittura. Attraverso stadi successivi ci connettono con un mondo allineato, trasformato, costruito”.

Il riferimento precipuo di MacKenzie su questo tema è però l’approccio di M. Callon – che vede la sociologia economia anche come una sorta di “antropologia del calcolo”, un’indagine sui processi che rendono possibili l’azione economica calcolata e i mercati – che egli usa per portare l’attenzione sulle infrastrutture dei mercati, le condizioni sociali, culturali e tecniche che li rendono possibili. Callon (e il nostro con lui) insiste sul fatto che l’economia stessa (intesa come insieme di attività, accademiche e non) è parte della infrastruttura dei moderni mercati e modella la realtà economica in cui opera. MacKenzie rigetta quindi [pag. 263] la richiesta di Daniel Miller – che critica Callon – secondo il quale la sociologia e l’antropologia economiche dovrebbero “radicalmente separare il mercato come sistema rituale e ideologico costruito dagli economisti dalle pratiche concrete delle economie” perché, quantomeno in alcuni contesti, questa è impossibile data la troppo intima interconnessione tra le due. Al contempo, a differenza di Callon, evidenzia il ruolo dei *network* di relazioni personali (citando Granovetter e l’*embedding*) e del più ampio contesto culturale e politico e ipotizza che la scarsa memoria storica e i limiti di capacità di calcolo e di elaborazione di informazioni (aggiungerei: specie quelle complesse e non in linea con la visione predominante) attribuisca un ruolo centrale e concetti semplificati e semplificanti nonché agli strumenti materiali di calcolo.

Per designare l’influenza trasformativa della teoria sulla realtà MacKenzie utilizza (riprendendolo dal filosofo J.L. Austin) il termine “*performativity*” e distingue tre diversi livelli della sua operatività, definiti il primo “generico” e il secondo “effettivo”, mentre il terzo, più rilevante perché più forte e pervasivo, viene distinto in due poiché può assumere sia segno positivo – producendo alterazioni conformi alle indicazioni in merito dell’economia (performatività Barnesiana) – sia negativo (contro-performatività). I fenomeni di performatività sono estremamente difficili e complicati da misurare empiricamente, e richiedono (come del resto, fa notare l’autore, capita in genere con ipotesi

complesse anche in econometria e nelle scienze naturali) la specificazione e accettazione di varie ipotesi aggiuntive (assunzioni ausiliarie), legate ai diversi casi concreti in cui essi si sostanziano. Anche in questo caso, però, è necessario accettare un certo grado di approssimazione per non lasciar la questione aperta, tanto più che si tratta di una questione assai rilevante sul piano concreto (e che questa è la strada comunemente utilizzata).

Sapere se l'andamento dei prezzi sui mercati finanziari si è modificato nella direzione di una maggior conformità con la teoria (che a causa delle sue semplificazioni fornisce ipotesi "eroiche") è certo frutto di un processo difficile e contestabile (come per altro tutte le verifiche delle posizioni teoriche considerate) ma è anche essenziale per evidenziare o un processo che ha ricevuto finora una attenzione assolutamente insufficiente (nel caso di risposta affermativa e quindi di performatività Barnesiana) o una fonte di pericolo altrettanto sottostimata (nel caso di contro-performatività). Nel primo caso non si è riconosciuto, e tanto meno si è discusso di esso, un processo – e, ovviamente, non uno naturale e inevitabile – che ha modificato il funzionamento dei mercati finanziari e, attraverso di essi e della influenza crescente e pervasiva che essi esercitano, anche le economie e le società più moderne. Nel secondo caso il concepire la realtà come affatto indipendente dalla sua descrizione teorica non consente di riconoscere una influenza che costituisce anche una potenziale fonte di instabilità [p. 24].

Per cercare di verificare la performatività delle innovazioni teoriche in ambito economico-finanziario MacKenzie distingue, nel capitolo finale, quattro diversi sviluppi teorici raccontati e discussi nei capitoli precedenti: la tesi di irrilevanza della struttura del capitale di Modigliani-Miller, il Capital Asset Pricing Model (CAPM), l'ipotesi di mercati efficienti e la teoria delle opzioni. Del primo si può riconoscere che la realtà delle grandi imprese è andata nella direzione prescritta di un orientamento progressivo delle scelte dei manager in direzione del valore di mercato anziché dei profitti e di una perdita di peso dei dividendi, ma non è chiaro quanto abbia contribuito a ciò il lavoro dei due economisti poiché il cambiamento potrebbe essere stato prodotto da altri cambiamenti e indipendentemente dalla sua teorizzazione. Del CAPM invece si può certo dire che abbia esercitato significativi effetti, ma questi non sono andati nella direzione di conformità col modello. Ben più forte è la valutazione di performatività Barnesiana nel caso dell'ipotesi di efficienza dei mercati, ma il caso più interessante è quello della teoria delle opzioni.

Qui occorre distinguere tre fasi: una iniziale di relativa convergenza tra il modello e l'andamento dei prezzi, una di progressiva maggior convergenza e una fase di eccessiva volatilità rispetto alle predizioni (dopo la crisi del 1987). Dunque il successo empirico del modello (di Black-Scholes-Merton) sembra essere stato un processo contingente nel quale il modello stesso esercitò un ruolo fondamentale. Le due ultime teorie sono però anche quelle nelle quali si sono osservati fenomeni di contro-performatività (dovuti rispettivamente allo sviluppo degli *index fund* e al ruolo della "assicurazione di portafoglio"). Non a caso essi hanno contribuito all'emergere della cosiddetta "Behavioral Finance" che, fondata sulla Prospect Theory di Kahneman e Tversky, modifica la visione standard sulla "razionalità" degli attori economici. Tale approccio muove, secondo MacKenzie, nella giusta direzione riconoscendo i limiti cognitivi degli agenti ma non considera la loro interazione con i meccanismi, sia sociali (come la struttura dei *network* personali) sia tecnologici (sempre più incorporati nello stesso funzionamento dei mercati).

Lo scopo dichiarato dell'autore nell'affrontare questi temi è quello di contribuire non solo allo "studio sociale della finanza" ma anche a una di quelle che D. McCloskey ha definito "conversazioni umane": quella relativa ai mercati e al ruolo appropriato che essi devono svolgere nelle nostre società. In tale ambito MacKenzie si propone di fare un passo in avanti rispetto alla contrapposizione ideologica e, in una certa misura, anche disciplinare.

Il modo di andare avanti è riconoscere che troppo del dibattito attuale si concentra sulle visioni polari e che invece occorre un discorso più specifico e attento alle distinzioni. Le stesse storia e sociologia della tecnologia ci hanno insegnato, negli ultimi venticinque anni, che l'idea che il cambiamento tecnologico segua una logica autonoma, indipendente da scelte politiche, è fondamentalmente sbagliata. Lo stesso, è il messaggio principale del volume, si può dire dei mercati.

Credo che a questo punto in molti lettori (almeno nostrani) possa scattare l'obiezione che un messaggio del genere poteva essere sostenuto senza dover ricorrere a un percorso tanto complesso ed elaborato – certo gli economisti saranno convinti che avrebbero potuto andare al punto ben più direttamente. Ma in questo caso sarebbe un peccato ridurre il valore del libro a quello di questo, pur importantissimo, messaggio.

Il suo percorso può a tratti essere non semplice e un po' tortuoso, ma tale è (come c'è da aspettarsi anche data la complessità e l'aura di mistero che circonda vari "nuovi" strumenti finanziari) il soggetto di studio, che il libro aiuta a comprendere anche con un linguaggio che è il risultato di un deliberato sforzo di chiarezza e semplicità senza scadimenti. Inoltre, durante il proprio svolgimento il volume tocca vari aspetti e riferimenti a filoni di letteratura eterogenei.

Il percorso del volume si snoda da una lunga introduzione (il capitolo 1) che presenta i temi precedentemente sintetizzati, a trattare poi, nel capitolo 2, la transizione negli USA da un approccio essenzialmente descrittivo in finanza a un approccio analitico, matematico e fortemente teorico. Il capitolo 3 dà invece conto della trasformazione del nuovo approccio in un distinto ambito accademico, quello dell'economia finanziaria, e della reazione complessivamente ambivalente ma spesso ostile del mondo finanziario nei suoi confronti. Il capitolo 4 presenta i tentativi e i problemi principali delle verifiche empiriche dei diversi filoni di letteratura presentati nel capitolo 2 e inizia la discussione sulla performatività. Considera anche un sentiero non percorso dalla teoria finanziaria ortodossa, il modello di Mandelbrot di casualità "selvaggia" (utilizzato solo in un senso particolare e in una certa misura dopo la crisi del 1987), malgrado l'iniziale entusiasmo per esso di uno dei "guru" del nuovo corso, E. Fama. Il capitolo 5 si occupa essenzialmente di teoria delle opzioni e della determinazione del loro prezzo, mentre il sesto tratta dei mercati dei derivati di Chicago, il più importante dei luoghi delle prime applicazioni della teoria delle opzioni. Nel capitolo 7 viene considerata la letteratura econometrica sul prezzo delle opzioni per considerare il deterioramento del funzionamento del modello predominante e l'insorgere del fenomeno della eccessiva volatilità dopo la crisi del 1987. Il capitolo 8 invece tratta della crisi del 1998 legata al Long-Term Capital Management degli *hedge fund*. Infine il capitolo 9 riprende le varie considerazioni che sintetizzano il lavoro dei capitoli precedenti per trarne le indicazioni descritte in precedenza.

Credo che tutto ciò possa costituire una motivazione più che sufficiente a leggere il volume: da un lato la questione del funzionamento degli attuali mercati finanziari, e

di quello dei derivati in particolare, è certo di vasto interesse e, dall'altro, le riflessioni sull'influenza dei costrutti teorici sulla realtà meritano lo sforzo di comprendere taluni aspetti tecnici che ne rendono i casi qui analizzati analizzabili.

Roberto Burlando
Università di Torino