

Elegant finansteori förenar olika vetenskapsområden

MIT-professorn Andrew Lo hävdar i sin nya bok *Adaptive Markets* att människan är avgjort bättre på att rationalisera gjorda beslut, än på att fatta rationella sådana. Hans egen bok visar sig vara ett strålande exempel på hur viktig berättarförmågan är för att fånga upp läsarens intresse. Må sedan vara att rationaliteten i resonemanget emellanåt får ge vika.

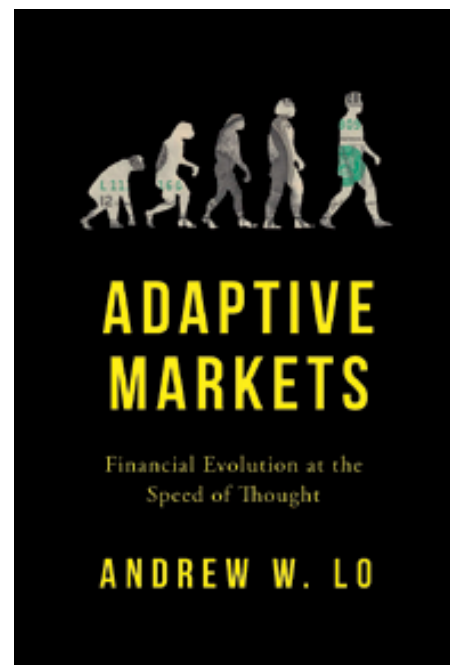
Vad Andrew Lo hävdar i sin bok är att han åstadkommit en metateori som innefattar de två huvudskolorna inom dagens finansieringsforskning. Den ena av de här skolorna kallas marknadseffektivitetshypotesen och den andra kan vi kalla den beteendebaserade skolan. Marknadseffektivitet innebär i korthet att all ny information genast reflekteras i en tillgångs pris för att rationella placerare omedelbart justerar sina anbud. Den beteendebaserade skolan däremot hävdar att placerarna är föremål för ett antal irrationella, men trots det, bestående beteendemönster som påverkar tillgångarnas pris. Vad Andrew Lo gör gällande i sin bok är att hans egen teori, som han kallar för teorin om adaptiva marknader, kan förklara varför människan ibland beter sig i enlighet med marknadseffektivitetshypotesen och ibland i enlighet med den beteendebaserade skolans observationer.

Los text är fascinerande läsning. Boken rör sig med imponerande elegans mellan olika vetenskapsområden, från traditionell finansieringsteori och experimentell ekonomi till evolutionspsykologi och neurologi. Visst kan experter på de olika delområden Lo rör sig mellan ha en del att invända mot Los tolkningar men någon tvekan råder nog inte om att han har

ett synnerligen brett kunnande kring det han diskuterar.

Sin teori om adaptiva marknader summerar han i fem nyckelprinciper:

1. Vi är inte genomgående vare sig rationella eller irrationella. Vi är biologiska varelser som tillkommit genom evolution.
2. Vi uppvisar beteendemässiga felreaktioner och gör ickeoptimala beslut, men vi lär oss av våra misstag.
3. Vi har förmåga till abstrakt tänkande och kan förtuspa framtida händelser utgående från det förgångna.
4. Finansmarknadernas dynamik drivs av hur vi betar oss, lär oss och anpassar oss till varandra och vår omgivning.
5. Överlevnad är den ultimata kraft som driver tävlan, innovation och adaptation.



Andrew Lo: Adaptive Markets; Financial Evolution at the Speed of Thought. Princeton University Press, 2017.

Om de här principerna faktiskt utgör grunden för en enhetlig teori eller enbart består av ett antal generella observationer och generaliseringar utifrån dem kan diskuteras.

Gör anspråk på för mycket

Min egen främsta invändning mot Los bok är att författaren i sin berättariver gör anspråk på för mycket. Är det egentligen en helt ny teori han åstadkommit, eller är det snarare en sammanfattning av vad andra teoretiker åstadkommit tidigare? Lo nämner flera gånger att samhällsvetenskaperna måste arbeta med förenklingar, förenklingar som är oundvikliga när vi försöker förstå en oändligt komplicerad verklighet. Ändå glömer han bort den här enkla sanningen upprepade gånger i sin egen text. Det här gäller speciellt teorin om effektiva marknader, där Lo inte kan motstå frestelsen att ge bilden av att också seriösa forskare tror att det är en exakt beskrivning av verkligheten. Det här trots att han nog också själv hänvisar till Grossmans och Stiglitz välkända artiklar från 1970-talet där de här författarna uttryckligen påvisar att marknaderna inte kan vara helt effektiva när det kostar att samla in och tolka ny information.

De väsentliga dragen i Los modell för finansmarknaderna finns med redan i Grossmans och Stiglitz jämviktsmodell. Jämvikten uppkommer i den modellen när marknaderna är just så effektiva att det lönar sig för en tillräckligt stor grupp placerare att hålla sig informerade. De här placerarna gör då tillräckligt stora vinster på sin informationsfördel för att fortsätta med att hålla sig informerade, medan övriga placerare får nöja sig med en avkastning som i snitt är signifikant lägre.

Grossman och Stiglitz föregriper Los slutsatser när de noterar att den jämvikt de härlett kommer att påverkas av ett antal externa faktorer, såsom förändringar i informationsteknologin. När teknologiska framsteg gör informationsinsamlingen billigare rubbas den tidigare jämvikten. Vad som då händer sammanfaller med det som beskrivs i alla grundläggande läroböcker i samhällsekonomi. De aktörer på marknaden som inte anpas-

sar sig får se sig utkonkurrerade. Att de placera som i dagens värld tenderar att vara snabbast när det gäller att utnyttja nya möjligheter kallas för "hedgefonder ¹⁾" inverkar inte på substansen i det resonemanget. Det naturliga urval som Lo gör ett stort nummer av är en anpassning som utgör en välbekant ingrediens i elementär samhällsekonomi.

Själv hade jag uppskattat om Lo mera ödmjukt hade redogjort för det tänkande som föregått hans egna bidrag på området. Försöken att få läsaren att tro att det handlar om Andrew Los banbrytande syntes av existerande bidrag till finansforskningen är ställvis litet störande.

Vision om globala fonder övertygar inte

En mindre brist i Los beskrivning av existerande finansteori är i mitt tycke att han inte klarare lyfter fram de begränsningar som antagandet om

"Visst kan experter på de olika delområden Lo rör sig mellan ha en del att invända mot Los tolkningar men någon tvekan råder nog inte om att han har ett synnerligen brett kunnande kring det han diskuterar."

normala (eller lognomala) värdepappersavkastningar för med sig. Det antagandet har egentligen ingenting med marknadseffektivitet att göra utan bygger närmast på den från statistiken bekanta centrala gränsvärdessatsen. ²⁾ Uppenbart är att den centrala gränsvärdessatsen inte kan tillämpas till exempel på aktieavkastningen när företaget är föremål för en specifik drastisk nyhet. Till den här bristen i Los text ansluter sig också att de diversifieringsfördelar som normalt före-

kommer radikalt minska vid en betydande makroekonomisk chock. Ingen nyhet det heller, med andra ord.

Den del av Los bok som jag finner minst övertygande är slutkapiteln där Lo med bred pensel försöker måla upp hur finasteorin kan bidra till att rädda världen. De här visionerna har egentligen inte alls med hans tidigare analys i boken att göra. Själv associerade jag till de utopier Karl Marx i tiden populariserade. Vad Lo föreställer sig är att några globala fonder som specialiserar sig på att reducera växthuseffekten och eliminera den globala fattigdomen kunde göra underverk. Av en erfaren samhällsekonom av Los kaliber skulle man kanske vänta sig en lite djupare insikt i varför så många tidigare försök att nå de här målen misslyckats, i vissa fall med katastrofala följder.

Vem är enligt Lo den som i verkligheten skall kontrollera att hans fonder effektivt fortsätter att jobba för de utannonserade syftena? Helt säkert är nämligen att de som Los tänkta fonder skulle röra sig med effektivt skulle locka till sig inte bara principfasta idealister utan också ett antal betydligt mera durkdrivna spelare. Att Los megafonder inte skulle ha ett klart uttalat effektivitetsmål skulle bara öka antalet frihetsgrader för sådana spelare. Förmågan att för omgivningen rationalisera gjorda beslut, den förmågan som Lo lyfter fram i början av boken, kunde komma väl till pass och göra livet svårt för eventuella kritiker.

Som helhet är dock Andrew Los bok absolut läsvärd åtminstone för dem som är bevandrade i finansieringsteorins grunder. Att boken inte är perfekt utan innehåller luckor och ställvis litet tvivelaktiga resonemang bidrar egentligen bara till att hålla läsaren på alerten.

Fotnoter

1) Ordet "hedge" eller gardering kommer från att de här fonderna fokuserar på vad som antas vara ett specifikt prissättningsfel ute på marknaden, så att övrig risk så gott det går elimineras genom gardering (en hedge).

2) Centrala gränsvärdessatsen säger att om vi summerar upp effekten av flera slumpvariabler så kommer den här summan under ganska allmänna villkor att närma sig en normalfördelad variabel då vi ökar antalet variabler som ingår i summan.

Referenser

Grossman S.J och J.E. Stiglitz (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3 (Jun., 1980), pp. 393–408