

CRISI FINANZIARIE, INNOVAZIONE E CRESCITA

Intervista a Robert Merton

■ A CURA DI
GIANFRANCO GIANFRATE



*Robert Merton
Professore di Finanza
presso la Harvard
Business School;
Chief Science Officer
di Trinsum Group.
Premio Nobel
per l'economia nel 1997*

IL RAPPORTO TRA INNOVAZIONE FINANZIARIA E CRESCITA ECONOMICA CONTINUA A ESSERE FORTEMENTE DIBATTUTO, SOPRATTUTTO SULLA SCORTA EMOTIVA DELLA RECENTE CRISI DEI MUTUI SUBPRIME USA VELOCEMENTE PROPAGATASI SUI MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI.

LA STORIA CI INSEGNA CHE AI PERIODI DI EUFORIA E DI “ESUBERANZA IRRAZIONALE”¹ DEI MERCATI, SEGUONO DOLOROSI “SCOPPI DI BOLLE” E PERIODI DI RITORNO A PIÙ MITI CONSIGLI. IN TALI FASI DI *REDDE RATIONEM* LA FINANZA È STATA, NON DI RADO, ACCUSATA DI AVER DISTRUTTO VALORE, TANTO PER GLI INVESTITORI QUANTO PER LE IMPRESE E LE ISTITUZIONI FINANZIARIE, CON LA CONSEGUENZA DI IMPOVERIRE L'ECONOMIA NEL SUO COMPLESSO.

In realtà, le crisi finanziarie sono qualcosa di strutturale con cui dobbiamo imparare a convivere. Perché la finanza non torna indietro. E soprattutto perché, nel lungo termine, non solo non danneggia l'economia, ma le consente di crescere: la ricerca ha infatti ampiamente dimostrato come la crescita economica "reale" sia sempre associata a mercati finanziari sviluppati, efficienti e aperti all'innovazione. Di questo tema abbiamo parlato con Robert Merton, il "padre" – tra l'altro – del pricing dei derivati assieme a Fischer Black e Myron Scholes, e, probabilmente, il più influente *financial thinker* al mondo.

■ **In questa fase di turbolenza dei mercati finanziari, alcuni commentatori hanno puntato il dito contro l'uso disinvolto degli strumenti derivati che avrebbe amplificato gli effetti negativi della crisi dei mutui subprime. Le critiche ai pericoli insiti nell'uso dei derivati non sono, peraltro, peregrine: per esempio, Warren Buffett, nel 2005, ha detto: "Gli strumenti derivati sono armi di distruzione di massa che comportano rischi che, nonostante siano adesso latenti, sono potenzialmente letali". Ci sono pochi dubbi sul fatto che i derivati abbiano aumentato l'efficienza del sistema finanziario, ma lo hanno reso più sicuro?**

■ Il commento di Buffett è molto citato, ma è estrapolato da una dichiarazione sulla Berkshire Hathaway [la società di Buffett, NdC] che usa i derivati e che, nell'ambito di uno dei suoi business poteva, in quel momento, registrare problemi su alcune specifiche esposizioni. Ma andando al cuore della questione, la domanda se gli strumenti derivati abbiano reso il mondo più sicuro è problematica, e io non la formulerei in questo modo. Partiamo da un esempio sulla sicurezza stradale. Tutti siamo d'accordo che la trazione integrale o i sistemi di antibloccaggio delle ruote (ABS) hanno reso la guida dell'auto più sicura. Non ho dati precisi alla mano, ma sono convinto che l'attuale frequenza di incidenti stradali non sia diminuita rispetto a prima dell'introduzione di questi sistemi di sicurezza. La trazione integrale ci ha certamente reso più sicuri, ma il problema è di tipo comportamentale: tutti noi non usiamo questo beneficio tecnologico per aumentare la sicurezza ma per aumentare la velocità a cui viaggiamo o per viaggiare in situazioni atmosferiche avverse. La conseguenza è che la tecnologia ha prodotto un beneficio ma, probabilmente, il livello di rischio complessivo non è cambiato. La stessa cosa vale per i mercati finanziari. Il punto è che il livello complessivo di rischio del sistema finanziario è determinato endogenamente dall'azione collettiva di ciascuno degli

Scopo dell'innovazione finanziaria non è renderci più sicuri ma migliorare la performance del sistema

operatori che prendono le proprie decisioni sulla base del livello di rischio che ritengono di poter sostenere. Quindi, quando introduciamo nel sistema delle innovazioni che *possono* renderci più sicuri, tendenzialmente non le usiamo per aumentare la sicurezza ma per realizzare scelte più spinte, per esempio costruendo operazioni o strumenti finanziari più complessi che prima non avremmo realizzato. Lo scopo dell'innovazione finanziaria non è renderci più sicuri ma migliorare la performance del sistema. E questo obiettivo credo sia stato raggiunto.

■ **Ma non c'è il pericolo che l'innovazione finanziaria si spinga troppo in là?**

■ Quando si ha *financial innovation* molte innovazioni o tentativi di innovazione falliscono prima di arrivare sul mercato. Il problema è spesso quello di dotarsi di un'infrastruttura appropriata per sostenere l'innovazione. È come progettare un treno ad alta velocità tra Boston e New York che però non possiamo utilizzare perché i binari non sono in grado di sostenerlo. Può essere allora necessario altro tempo (anche molto tempo) per costruire binari in grado di sostenere il treno. Ma potremmo anche far viaggiare il nuovo treno sui vecchi binari, con conseguenze nefaste. E che l'infrastruttura non sia all'altezza è una cosa che capiamo quando il danno è fatto! È importante inquadrare fenomeni come l'innovazione o le crisi in questo tipo di cornice. Se costruiamo binari più robusti, che quindi possono sopportare una velocità maggiore, la tendenza sarà ad aumentare ulteriormente la velocità: aumenta quindi il rischio, ma il beneficio netto di viaggiare tra due città in minor tempo resta, e nessuno – credo – direbbe che i treni ad alta velocità siano una cosa negativa per la società. Certo, talvolta sottovalutiamo il rischio con la conseguenza di essere molto più esposti di quanto pensiamo. Ma, complessivamente,

non ho dubbi che l'innovazione finanziaria abbia creato e continuerà a creare ricchezza e crescita economica. Il punto è che adesso abbiamo un sistema più forte, ma ci siamo spinti ulteriormente ai limiti. Tornando alla metafora del treno, nel momento in cui – costruiti nuovi binari in grado di sostenere treni ad alta velocità – potremmo accontentarci di viaggiare a una velocità superiore a prima, non ci accontenteremo e cercheremo nuovamente di aumentarla spingendoci all'estremo dei nuovi limiti. E sicuramente non saremmo disposti a tornare alla velocità precedente. Così, nell'attuale crisi dei subprime si è data la colpa a veicoli e strumenti finanziari particolarmente "complessi", ma questo non significa che il mercato, quando l'attuale situazione di turbolenza sarà smaltita, tornerà a strutture di veicoli più "semplici". Ci saranno degli aggiustamenti del sistema e probabilmente una nuova regolamentazione metterà a frutto ciò che si è imparato da questa nuova situazione, ma non si tornerà indietro.

■ **Come non si è tornati indietro rispetto all'ultima crisi del 1997...**

■ Se facciamo un confronto rispetto a dieci anni fa, non ho dubbi che la qualità delle tecniche di gestione del rischio sia migliorata significativamente. Non ho dubbi che ci sia stato un incredibile aumento nella trasparenza del sistema: basti pensare ai derivati sul rischio di credito (*credit default derivatives*). È ormai superata la fase in cui le banche facevano prestiti alle imprese in modo completamente opaco. Adesso invece abbiamo un ampio e liquido mercato di derivati *credit default*, grazie al quale possiamo osservare la qualità del credito delle imprese ogni giorno direttamente sul mercato. Si tratta di un incredibile aumento di trasparenza in un'area tradizionalmente opaca. È molto migliorata la qualità delle persone che lavorano nelle banche centrali sotto il profilo della comprensione del funzionamento dei mercati finanziari e di quello dei derivati in particolare. Gli strumenti derivati hanno poi fortemente ampliato i canali di distribuzione del rischio rispetto agli operatori del sistema. Questo implica che, nel caso di shock, non ci sia una singola categoria di istituzioni che sopporta tutto il rischio (come è avvenuto in passato), ma il rischio viene spalmato su molti più operatori finanziari, diventando più facilmente assorbibile. D'altro canto, se questi sono i benefici, abbiamo anche dei costi legati, per esempio, all'aumento della complessità degli strumenti e dei mercati. Le interconnessioni tra i sistemi finanziari dei di-

versi paesi sono, per esempio, aumentate in numero e importanza, con la conseguenza di migliorare la distribuzione del rischio ma anche di rendere difficile stimare le possibili conseguenze di eventuali shock. In un certo senso, questa condivisione ha aumentato la possibilità di contagio, ma questo non è necessariamente un elemento negativo perché consente di distribuire il rischio su una più ampia base invece di farlo sostenere a singoli operatori isolati.

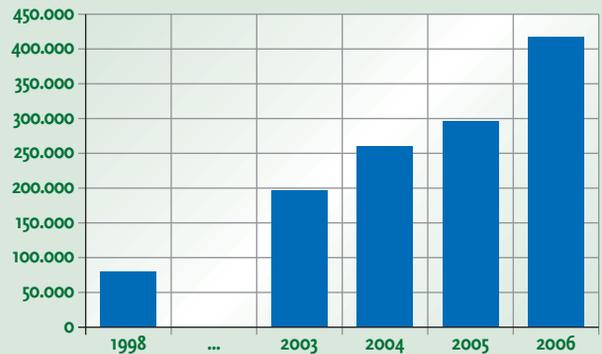


Figura 1 La crescita degli strumenti derivati OTC (valore del nozionale) in miliardi di dollari. Fonte: Bank of International Settlements.

■ **Quindi le crisi finanziarie sono un fenomeno strutturale e si ripeteranno ancora?**

■ Se la domanda è se questo stesso preciso scenario di crisi si ripeterà nuovamente, la mia risposta è: probabilmente no. Avremo nuove crisi finanziarie in futuro? Sicuramente. Le crisi non si ripetono mai esattamente, ci

Le interconnessioni tra i sistemi finanziari dei diversi paesi sono aumentate, con la conseguenza di migliorare la distribuzione del rischio

possono essere delle somiglianze in superficie, ma, a un'attenta analisi, le differenze emergono. Le crisi, per definizione, sono fuori dai modelli predittivi perché sono qualcosa di completamente nuovo che sul momento non siamo in grado di riconoscere e capire. Questo non significa, però, che non abbiamo imparato dalle crisi precedenti: quando situazioni di stress finanziario dello stesso tipo si ripetono, sappiamo già come affrontarle e, anzi, quando si ripetono esattamente, non ce ne accorgiamo nemmeno perché sono situazioni ormai "routinizzate" che sappiamo come gestire; in altre parole, non sono più "crisi". Invece, una nuova vera crisi ci coglie tutti – individui, singole società e sistema finanziario nel suo complesso – impreparati perché è qualcosa di nuovo di cui, sul momento, non abbiamo una comprensione completa o precisa.

■ Dobbiamo quindi imparare a convivere con le crisi e con il rischio...

■ Una situazione di assenza di rischio non è realistica. Assumiamo rischi pressoché in ogni momento della nostra vita: quando attraversiamo la strada, pratichiamo sport, facciamo una passeggiata, beviamo un drink; in ogni scelta che facciamo c'è sempre un trade-off tra benefici e rischi. Il punto è che anche nella vita quotidiana la sicurezza non è il nostro obiettivo principale.

Certamente alcune persone possono avere una forte avversione al rischio, ma la maggior parte di noi assume costantemente rischi in ogni cosa che fa; molte delle cose che ci piacciono nella vita comportano dei rischi, ma questo non significa che non cerchiamo di ottenerle. E, fisiologicamente, quando, con il tempo, ci siamo abituati a convivere con un certo livello di rischio, siamo pronti a sperimentare nuove innovazioni e a spostare più in là la quantità di rischio che siamo pronti ad affrontare.

Tornando alla finanza, il livello di rischio degli attori dipende dai mezzi e dalla tecnologia disponibile in quel determinato momento. Quindi non si può dire, per esempio, che, in assoluto, gli individui nel 2007 siano più o meno propensi al rischio rispetto a quanto non fossero nel 1997 o nel 1957; è un tipo di confronto che non ha senso. Guardando al trend storico, credo che ci saranno in futuro altre crisi, ci saranno fasi di crescita e di rallentamento, errori nella regolamentazione e così via. Però sono ragionevolmente ottimista sul fatto che il sistema si muova verso il meglio; ma questo non significa che diventerà più sicuro!

■ A proposito di regolamentazione, recentemente in Italia si sono registrati casi di banche che hanno venduto alla propria clientela (soprattutto piccole e medie imprese) strumenti derivati apparentemente destinati all'hedging ma che, in realtà, si sono rivelati molto più complessi e speculativi di quanto prospettato. Prescindendo dal caso italiano che ha, peraltro, profili di similitudine con quanto accade in altri contesti nazionali, c'è qualche specifico intervento regolamentare che lei riterrrebbe opportuno per migliorare la funzionalità del mercato?

■ La regolamentazione – e con la parola regolamentazione mi riferisco non solo alla normativa o agli organi di vigilanza ma a tutti gli elementi e organi di controllo includendo anche, per esempio, le regole contabili o le agenzie di rating – deve evolversi con l'evolversi del sistema. Quindi è auspicabile e opportuno che ci siano interventi correttivi per migliorare la funzionalità complessiva del sistema, ma il punto è che la regolamentazione è, per definizione, incompleta; questo in quanto si basa (come anche i modelli matematici) su un'approssimazione della realtà che è molto più complessa. La regolamentazione è un elemento statico, e il sistema regolamentato cercherà fisiologicamente (e non necessariamente con intenzioni opportunistiche) di sfruttare al massimo gli spazi operativi concessi. L'obiettivo della legge è rendere le cose sicure, ma non può ottenerlo perché il comportamento ottimizzante degli operatori, presi singolarmente, non è rivolto a massimizzare il livello di sicurezza complessivo ma a massimizzare il proprio ritorno.

“La regolamentazione è, per definizione, incompleta e il sistema regolamentato cercherà fisiologicamente di sfruttare gli spazi operativi concessi”

Naturalmente, sul mercato finanziario ci sono anche attori scorretti che – come in tutte le professioni – hanno un comportamento opportunistico, ma il punto è che individuare e punire i colpevoli non basta. Si deve fare ma non basta, perché il problema è strutturale. Che si tratti di agenzie di rating, di regolamentazione statale, di vigilanza dell'autorità di mercato o di limiti di velocità è la stessa cosa: inevitabilmente, ogni forma di regolamentazione, essendo incompleta, non otterrà la sicurezza che si era prefissata. Si tratta, per usare un concetto sociologico, delle cosiddette *unintended consequences of social action*. Da questo punto di vista, non è quindi possibile individuare lo specifico responsabile di una determinata situazione di crisi: in un certo senso, tutti gli attori del sistema sono responsabili individualmente, inclusi gli organi regolamentari e di vigilanza e gli stessi clienti finali.

■ **Nonostante l'innovazione, la storia si ripeterà...**

■ Non è del tutto corretto inquadrare questi fenomeni come ciclici perché, pur essendoci aspetti in comune con le situazioni precedenti, non è mai un vero ripetersi del passato. È quella che io chiamo spirale dell'innovazione: i fenomeni seguono un andamento a spirale, ma in tre dimensioni e crescendo verso l'alto. Se io guardo questa spirale in due dimensioni mi sembra che le cose si muovano in modo circolare tornando ogni volta al punto di partenza; in realtà, il modo giusto di vedere le cose è in tre dimensioni: le cose si spostano avanti e indietro ma salendo di livello. Quindi io sono sostanzialmente ottimista: non che non ci saranno anche in futuro crisi, fasi di discontinuità o persone scorrette, ma il sistema nel suo complesso cresce migliorandosi. Consiglierei, a questo proposito, di leggere come de la Vega² raccontava il funzionamento della borsa di Amsterdam – allora capitale finanziaria del mondo occidentale – più di trecento anni fa. La cosa interessante è che il maggior volume di scambi presso quella borsa non avveniva sulle azioni delle società ma su titoli che erano sostanzialmente delle opzioni sulle azioni. Trattandosi poi di società mercantili, il valore dei dividendi pagati agli azionisti e quindi delle azioni dipendeva dal carico che le navi portavano in patria (quando riuscivano a tornare); c'è un racconto molto attuale di come alcuni operatori manipolassero il mercato – per esempio diffondendo informazioni false sui carichi delle navi in arrivo – o utilizzassero vascelli leggeri più veloci delle navi da carico sulla strada del ritorno per ottenere informazioni in anticipo e lucrare su questo vantaggio informativo. Un altro aspetto interes-

sante è che, al tempo, ci si lamentava per l'eccessiva volatilità del mercato. Quindi, più di trecento anni fa si parlava già di opzioni, aggrottaggio ed eccessiva volatilità e così via. Ci sono alcune costanti che attraversano il tempo, ma non si può per questo affermare che, ad oggi, il mondo non abbia fatto progressi rispetto al Seicento!

■ **La behavioral finance è un filone di ricerca che sta diventando molto popolare, e non solo fra gli studiosi. Ritieni che diventerà il paradigma dominante in finanza?**

■ Credo sia una parte importante della finanza, ma non credo diventerà il paradigma dominante. Personalmente, sono figlio di un noto sociologo³ e sono cresciuto in un ambiente in cui c'era grande interesse e sensibilità per i fenomeni sociologici e comportamentali, e quindi non credo mi si possa accusare di essere prevenuto nei confronti di questo filone di ricerca. Lo schema concettuale che io considero ancora dominante è quello "neoclassico" che assume operatori razionali che hanno un comportamento ottimizzante, e che operano in assenza di frizioni di mercato.⁴ Altri filoni di ricerca, come appunto la behavioral finance, possono essere integrati all'interno del modello neoclassico arricchendolo con frizioni, dissonanze cognitive, errori e tutto quello che ci rende irrazionali nelle scelte di investimento. Ma la behavioral finance non è in grado di fornire spiegazioni stabili e significative sui prezzi degli asset o in tema di allocazione di portafoglio. Quello che io vedo come potenziale utile contributo della behavioral finance è la progettazione di istituzioni finanziarie che possano mitigare gli errori e le irrazionalità individuali degli investitori. Faccio un esempio: se chiedo a dieci analisti di individuare investimenti interessanti lavorando autonomamente e alloco il 10% del portafoglio seguendo le indicazioni di ciascuno degli analisti, avrò una certa allocazione degli investimenti che darà un certo rendimento. Se io chiedessi invece a questi stessi dieci analisti di lavorare congiuntamente alla scelta degli investimenti, il portafoglio, e il rendimento, sarebbero probabilmente diversi, perché dall'interazione fra gli analisti scaturirebbero dinamiche di gruppo che influirebbero sulle scelte finali. Quale delle due modalità di lavoro determina il portafoglio con il rendimento più alto? Ecco, questo va studiato empiricamente ed è il tipo di problema di cui dovrebbe occuparsi la behavioral finance. Vedo invece molto focus da parte dei ricercatori di questo filone sullo studio delle aberrazioni dei prezzi dovute al comportamento irrazionale degli investitori individuali. Ma, in conclusione, non è pratico né desiderabi-

Un potenziale utile contributo della behavioral finance è la progettazione di istituzioni per mitigare gli errori e le irrazionalità individuali

le cambiare il comportamento degli individui; invece lo è progettare istituzioni in grado di mitigare i loro comportamenti non razionali.

■ **Uno dei trend emergenti sui mercati finanziari è quello legato alla cosiddetta *de-equitisation*, dovuto al numero crescente di società acquisite dai fondi di private equity. Crede che questo trend continuerà? Siamo di fronte a un cambiamento strutturale delle strutture proprietarie delle imprese?**

■ Ogni forma di governo societario ha i suoi peculiari vantaggi e svantaggi. Per esempio, la società non quotata a controllo familiare tipica dell'Italia settentrionale del secondo dopoguerra ha i suoi vantaggi in termini di assenza dei costi di agenzia. Avendo infatti il controllo diretto, l'imprenditore/proprietario cerca di massimizzare la performance dell'impresa senza, d'altro canto, subire la pressione del mercato sulla massimizzazione degli utili subito. Sul fronte degli svantaggi, la società vale meno di quanto varrebbe se fosse una public company, perché c'è una maggiore concentrazione del rischio, e poi perché risulta più difficile ricorrere al mercato dei capitali (quindi, in linea di principio, proprio le società a controllo chiuso beneficerebbero maggiormente di una migliore diversificazione del rischio mediante derivati). La forma di controllo messa in atto dai fondi di private equity non corrisponde a nessuno di questi due archetipi: serve certamente a minimizzare i costi di agenzia tra management della società e proprietà, tuttavia introduce un problema di agenzia tra gli investitori del fondo e i gestori del fondo stesso. La separazione tra proprietà e controllo è uno dei capisaldi – direi, degli aspetti geniali –

del moderno sistema economico. A mio avviso, però, non c'è un modello di proprietà che, concettualmente, prevale sull'altro, e non credo che, nei fatti, si andrà verso la prevalenza di uno rispetto agli altri. Prevedo però che ci saranno sempre più frequentemente problemi di agenzia tra investitori e gestori dei fondi di private equity e ci sarà un problema di trasparenza rispetto alle società non quotate; infatti, la disponibilità di costanti quotazioni di mercato per una società è un formidabile strumento di monitoraggio.

■ **Quindi il private equity non è una soluzione sempre ottimale?**

■ I fondi di private equity non hanno una formula magica segreta per aumentare il valore delle società che acquisiscono; sappiamo tutti cosa fanno: razionalizzano la struttura, introducono incentivi adeguati per il management e ottimizzano la leva finanziaria. Sono tutte cose che una società potrebbe fare autonomamente senza essere acquisita. Il punto è che esiste una fascia di operazioni che per il private equity non è conveniente realizzare, e queste società rimarranno public company. Si può poi sempre massimizzare il valore dall'interno? No, qualche volta è necessario prendere il controllo, e qui torna in ballo la funzione del private equity.

■ **Lei ha affermato che le imprese dovrebbero attuare politiche di hedging di tutti i rischi strategici non legati alle attività a valore aggiunto su cui fondano il proprio vantaggio competitivo. In questo modo, le imprese potrebbero concentrarsi meglio sulle attività core e ottimizzare (ridurre) il livello di equity necessario. Questo in parte avviene già con riferimento alle banche, ma che spazi applicativi ha questa intuizione con riferimento alle imprese non finanziarie?**

■ Un primo esempio è E-trade, una società di brokeraggio on-line che ha un problema strategico legato all'andamento del mercato azionario: se il mercato cresce va tutto bene, ma quando il mercato va giù anche i volumi (intesi come numero di transazioni) scendono. In particolare, i ricavi e i profitti di E-trade sono legati non all'andamento del mercato ma all'andamento dei volumi perché i suoi ricavi sono il prodotto del numero di transazioni per le commissioni; quindi il business di E-trade nel suo complesso è fortemente correlato con quello che succede al mercato. Questo è il caso di un'impresa di servizi che può utilizzare i derivati sul mercato azionario per proteggersi strategicamente dalla volatilità del proprio business.

Un'altra tipologia di strumenti che sempre più potrà aiutare le imprese, anche non finanziarie, a esternalizzare i rischi non strategici sono i derivati di credito. Un esempio che faccio spesso è quello di Airbus e Boeing, le cui attività strategiche sono essenzialmente la progettazione e realizzazione di aerei. I clienti di queste due società sono le compagnie aeree che operano in un settore estremamente volatile in cui i fallimenti storicamente non sono rari. Il punto è che sopportare il rischio di credito di questi clienti non è un'attività strategica per Airbus o Boeing. Il ricorso, invece, a derivati di credito rispetto a specifiche compagnie aeree clienti e/o all'intero settore aereo può ridurre o azzerare questo specifico rischio, consentendo alle due società di concentrarsi sull'attività chiave di costruzione degli aerei. In generale, la conseguenza interessante di questo tipo di gestione dei rischi strategici è che consente alle imprese di ridurre il livello di equity da mantenere in azienda. Questo perché l'equity funge da cuscinetto di garanzia per tutti i rischi operativi della società, inclusi appunto anche quelli non a valore aggiunto; eliminati o ridotti questi ultimi, l'impresa può ridurre il proprio livello di equity.

Altri strumenti che possono essere utilizzati dalle imprese per attuare questo tipo di strategia sono i derivati su commodity che stanno conoscendo una crescita sostanziale. Ma, potenzialmente, questo tipo di hedging strategico può essere esteso a ogni tipo di contratto in cui c'è un prezzo di riferimento, e sono convinto che sempre più imprese ottimizzeranno la propria struttura finanziaria gestendo strategicamente i rischi.

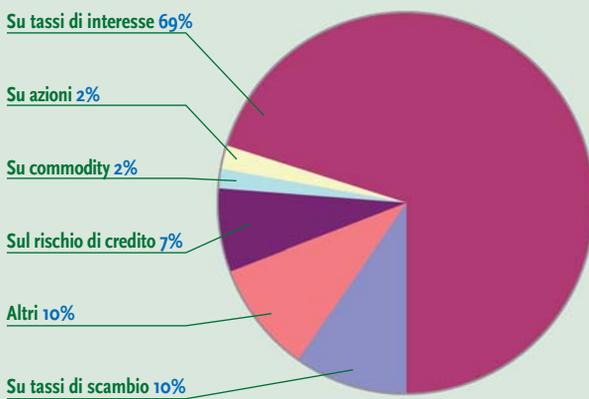


Figura 2 L'incidenza delle diverse tipologie di derivati OTC (valore del nozionale). Fonte: Bank of International Settlements.

Certo, ci sono fenomeni nuovi di portata strutturale, come l'emergere della Cina o dell'India, ma non darei per spacciato il sistema americano

■ **Un argomento di cui si parla spesso recentemente è la perdita di competitività relativa del sistema finanziario americano. Che opinione si è fatto su questo fenomeno?**

■ L'idea che New York e il sistema finanziario americano siano destinati a uscire dalla scena della finanza internazionale è piuttosto prematura. Ricordo ancora quando, negli anni ottanta, le imprese giapponesi compravano importanti società e asset americani e si diceva che il Giappone sarebbe diventato il padrone degli USA. In realtà, poi, non è successo. Certo, ci sono fenomeni nuovi di portata strutturale, come l'emergere della Cina o dell'India, ma non darei per spacciato il sistema americano. Molti ritengono che ci sia un problema di eccessiva regolamentazione qui negli USA, ma non sono così sicuro che avere una regolamentazione più "leggera" sia esattamente un vantaggio: per esempio, sarebbe tutto da vedere come reagirebbe un paese con una normativa più leggera a una fase di stress finanziario come quella che gli USA stanno affrontando adesso.

■ **Sempre più PhD lasciano l'università per andare a lavorare a Wall Street. Vede un rischio "fuga di cervelli" per la ricerca accademica?**

■ La fuga dei cervelli verso Wall Street c'è ed è iniziata almeno venticinque anni fa. Il nome più noto è probabilmente quello di Fischer Black che lasciò MIT per andare in Goldman Sachs, ma la lista di nomi eccellenti sarebbe lunga. Quello che li ha spinti, a mio avviso, non è tanto l'aspetto economico – che certamente gioca un ruolo importante – ma il fatto che molti erano interessati a fare ricerca empirica e i dati su cui potevano lavorare stando in una banca d'affari erano decisamente mi-

COUNTRY RISK SWAP

Una delle idee a cui Robert Merton sta attualmente lavorando è quella del *country risk swap*. Molti paesi, soprattutto in via di sviluppo, hanno un'economia nazionale fortemente dipendente da uno o pochi settori produttivi o materie prime. Questo è un elemento di forte rischio per gli Stati che spesso tentano di diversificare la propria struttura produttiva con ingenti investimenti finalizzati a creare *ex novo* campioni nazionali in settori in cui non sono presenti. L'idea di Merton si basa sulla costruzione di uno swap di flussi legati al rendimento di due portafogli azionari di società (anche straniere) del settore in cui le controparti hanno il vantaggio competitivo settoriale. Le controparti (che operativamente non posseggono il portafoglio ma lo usano come riferimento o nozionale) si scambiano quindi i flussi derivanti dai portafogli di riferimento. Per fare un esempio, si ipotizzi che il paese A abbia un'industria nazionale specializzata nel settore dell'elettronica, mentre il paese B nel settore auto. Il *country risk swap* tra i due paesi potrebbe essere costruito individuando due portafogli di uguale valore di riferimento (nozionale): per A un portafoglio azionario di società dell'elettronica e B di società del settore auto. Supponendo che il valore nozionale dei due portafogli sia di 10 miliardi e che, in un determinato anno il rendimento del portafoglio elettronica sia stato del 12% mentre quello dell'auto del 10%, A pagherebbe a B 200 milioni $[(12\% - 10\%) \times 10\text{MLD}]$; nel caso simmetrico sarebbe B a riconoscere ad A i 200 milioni. In questo modo i due paesi si sono assicurati rispetto a fluttuazioni impreviste dei propri settori produttivi di forza e possono diversificare la struttura della propria economia senza dover sostenere ingenti investimenti per creare nuovi settori, ma anzi potendo investire le risorse a disposizione per rafforzare ulteriormente il proprio vantaggio competitivo nazionale.

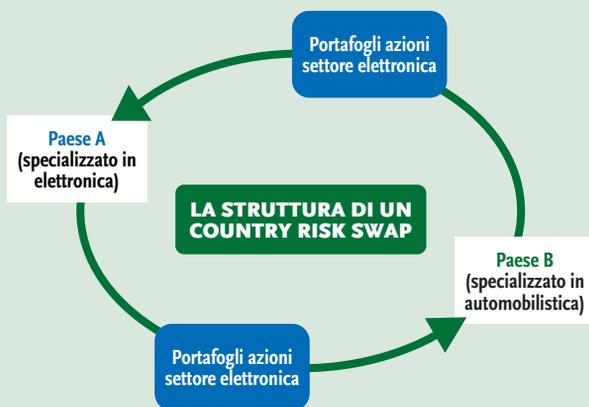


Figura 3 Country risk swap tra due paesi

giori rispetto a quelli disponibili in università. Un fenomeno analogo si registra, del resto, anche in altre discipline come l'ingegneria o la chimica, dove le grandi multinazionali, avendo più risorse, consentono a chi vuole fare ricerca di fare sperimentazioni più sofisticate rispetto all'accademia. La conseguenza di questo fenomeno è che molto spesso chi lavora nelle istituzioni finanziarie o nelle imprese ha conoscenze più avanzate rispetto a chi rimane in università. ■

1. Su bolle e crash finanziari si può vedere l'agile volumetto di J. Galbraith, *Breve storia dell'euforia finanziaria*, Rizzoli, Milano, 1998.
2. Il riferimento è al libro *Confusion de confusions* di Joseph Penso de la Vega (1650-1692).
3. Robert C. Merton è figlio del sociologo Robert K. Merton (1910-2003) noto, fra l'altro, per contributi in tema di devianza sociale e modelli di ruolo, per l'introduzione del concetto di profezia che si autoavvera e per i focus group divenuti un popolare strumento di ricerca sociologica e di mercato.
4. Merton ha discusso ampiamente questo punto di vista in un articolo pubblicato con Zvi Bodie, "Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure", in *Journal of Investment Management*, 2005.