

OLTRE LA CRISI
GLI ERRORI E LE REGOLE

«Inutile pensare a nuove norme o nuovi enti di controllo, il problema è l'avidità e l'inesperienza dei banchieri»

«La finanza è lo strumento migliore per distribuire il rischio senza essere l'ancella dell'economia reale: l'una sostiene l'altra»

«Non mi pento, non ho peccato»

Robert Merton, Nobel per i derivati: modello valido, la crisi causata da chi ne ha abusato

di Vittorio Da Rold

«No, non sono affatto pentito dei miei modelli matematici per stabilire il valore dei prodotti derivati nella gestione dei rischi», dice sorridendo Robert C. Merton, seduto nella sua poltrona della camera d'albergo del Four Seasons a Milano mentre arrivano a getto continuo, annunciati da un bip, messaggi sul suo blackberry. «No, non abbiamo bisogno di un nuovo paradigma economico, ma al contrario dobbiamo usare la crisi come un'opportunità per migliorare il sistema finanziario globale, dove non ci sono porti sicuri e soprattutto senza guardare nel retrovisore

L'AGENZIA DEI DISASTRI
«Per bancarotte e fallimenti servirebbe un ente come quello americano che indaga sugli incidenti aerei: potere assoluto d'ispezione, ma solo sul caso»

della storia, ai modelli degli anni 30». Merton, premio Nobel per l'economia nel '97, è l'ideatore della superformula, il modello di Black-Scholes-Merton sull'andamento nel tempo del prezzo dei derivati, che elaborata negli anni '70, partendo dagli studi di Robert E. Lucas, uno dei padri della scuola delle "aspettative razionali", diventò dominante negli anni '90, pretendendo di annullare il rischio dagli investimenti. Le cose sono andate diversamente, con la peggior crisi dagli anni della Grande depressione, con la scomparsa di un big come Lehman Brothers, e il salvataggio del più grande gruppo assicurativo del mondo, l'Aig, per 85 miliardi di dollari. Tutto questo parziale elenco d'errori non sconvolge Merton, che ripete «come ogni virtù possa diventare un vizio se portata all'estremo, come nell'applicazione dei modelli mate-

matici nella pratica finanziaria». «La matematica dei modelli era precisa, ma non i modelli, essendo solo approssimazione alla complessità del mondo reale».

Chiaro? Il problema è «l'uso o l'abuso dei modelli» che ha portato ad assumere rischi sproporzionati da persone incompetenti, spesso sedute nel board di aziende.

Un mix d'avidità di banchieri, d'inesperienza, d'incapacità di usare correttamente le tecnologie. Eppure già a marzo 2008, Alan Greenspan, che per 18 anni è stato il primo banchiere centrale del mondo, aveva accennato a «modelli troppo semplici per catturare la realtà». Un'accusa velenosa, ripresata il 23 ottobre davanti alla Commissione Controllo della Camera, a Washington, quando aveva affermato che tutta l'impalcatura intellettuale sorretto dalla matematica finanziaria è premiata con un Nobel a Stoccolma era crollata come un castello di carte. «La realtà è che nessuna banca centrale può funzionare senza l'uso di modelli matematici», ribatte piccato Merton che ricorda come non sia un problema di nuove regole o nuovi poteri di controllo, magari sognando il ripristino della Glass-Steagall Act, la legge che aveva separato le banche commerciali da quelle d'investimento.

Il mondo della politica, invece, la pensa diversamente e sia negli Stati Uniti, con la concessione di nuovi poteri di controllo alla Fed sulla stabilità dei mercati, sia in Europa, con il recente via libera anche della City all'adozione a Bruxelles di un European Systemic Risk Board sotto la regia della Bce, si va verso più poteri e regolamenti. «No, non è la strada giusta quella della super-regolamentazione. La finanza non è l'ancella dell'economia reale: tra economia reale e finanza c'è lo stesso rapporto che passa tra hardware e software, senza l'uno non c'è l'altro». Per questa è importante capire che non è il «modello sbagliato, ma il modo come è stato usato».

Merton, 65 anni, che lavora da un ventennio alla Harvard Business School, dove si era trasferito dopo 20 anni dal vicino Mit, e dove



Robert C. Merton, 64 anni, Nobel nel 1997 con Myron Scholes, per la teoria della valutazione dei derivati

LEZIONI PER IL FUTURO

Il dibattito.

Il dibattito sulla crisi iniziato sul Sole 24 Ore del 7 maggio con un articolo del rettore dell'università Bocconi e di editorialista del Sole 24 Ore Guido Tabellini ha ospitato gli interventi di economisti, giornalisti politici e intellettuali. Il filo comune: trovare una nuova via per riformare i mercati finanziari e/o i comportamenti degli operatori. Lo stesso Tabellini ha concluso il dibattito martedì scorso.

www.ilssole24ore.com
Tutti gli articoli del dibattito



insegna tuttora, pensa che «la finanza resti un sistema distributivo per trasferire il rischio» in modo ottimale. Ecco perché «la cartolarizzazione è stata un buon lavoro», perché ha distribuito il rischio tra vari soggetti e permesso a molti di accedere al credito. Il problema è che a un certo punto si è rotto il nesso tra chi aveva costruito il contratto e chi lo aveva spaccettato e venduto acquistando rischi di cui non era a conoscenza. «Un problema vero ammette il Nobel di mancanza d'accesso alla documentazione».

Merton, amico di Franco Modigliani e che oggi parlerà alla Bocconi di Milano per il congresso 2009 della European Financial Management Association (Efma), durante le tre giornate del congresso, sotto il coordinamento scientifico di Stefano Gatti e Stefano Caselli, si è fatto un'idea precisa del perché sia

scoppiata la crisi. La "tempesta perfetta" è arrivata dalla somma di tre fattori: il taglio dei tassi operati da Greenspan; l'aumento dei prezzi delle case, che ha portato alla bolla immobiliare; l'aumento dell'efficienza di allocazione dei mutui, che ha portato il costo di queste operazioni vicine allo zero. Prese a sé le tre cause non avrebbero provocato alcuna conseguenza, messe insieme hanno messo in moto la valanga.

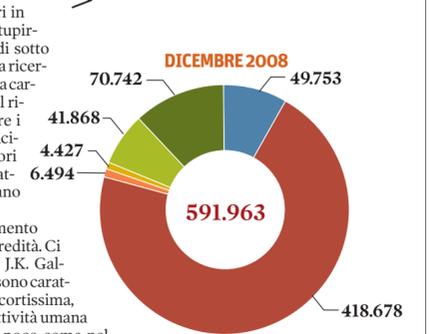
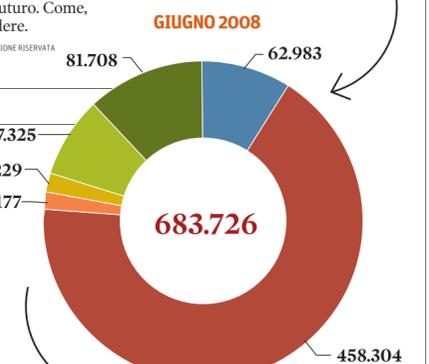
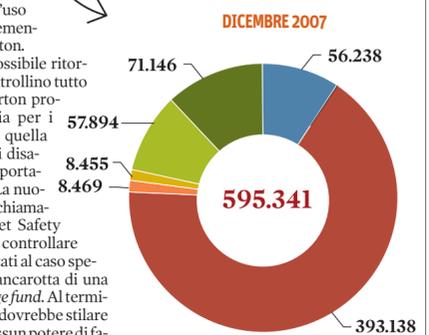
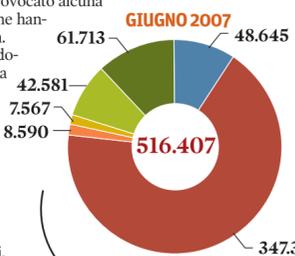
Critici, però, non demordono e affermano che dopo la crisi neppure la matematica finanziaria sia affidabile. Anzi, è erronea nei suoi fondamenti, anche se raffinata metodologicamente. Senza contare che, se usata con disinvoltura, come con le cartolarizzazioni e i collateral, porta ad affetti leva (negativi) spaventosi. Fermare i derivati e i modelli collegati è come «fermare l'uso d'internet in Iran: è semplicemente impossibile», ribatte Merton.

Invece di sognare l'impossibile ritorno a regole antiche che controllino tutto nel mondo finanziario, Merton propone d'istituire un'agenzia per i mercati finanziari come quella che esiste in America per i disastri aerei: la National Transportation Safety Board (Ntsb). La nuova Agenzia, che si potrebbe chiamare National Capital Market Safety Board, dovrebbe andare a controllare con poteri assoluti ma limitati al caso specifico quando ci sia una bancarotta di una banca, assicurazione o hedge fund. Al termine dell'inchiesta, l'Agenzia dovrebbe stilare un rapporto senza avere nessun potere di fare raccomandazioni. Tutto ciò per evitare che «l'errore si ripeta» in futuro. Come, spetterà al Congresso decidere.

La montagna derivati

La parabola. Tra il giugno 2007 e il dicembre 2008, il valore dei derivati sul mercato è salito vertiginosamente per poi sgonfiarsi dopo la deflagrazione della crisi, con il fallimento di Lehman Brothers, a settembre 2008.

Valori in miliardi di dollari



L'autore è analista della Société Générale
Traduzione di Sylvie Coudard

Teoria e realtà

Il ritornello stonato dei mercati efficienti

di James Montier

La teoria dei mercati efficienti (Ime è l'acronimo inglese, ndr) somiglia al pappagallo morto dei Monty Python. Non importa quanto ne lamentiate la dipartita, i credenti rispondono che sta solo riposando. In parte lo si deve all'elevato grado d'inerzia di cui godono le teorie accademiche. Una volta che si sono affermate, ci vuole un'infinità di tempo per liberarsene. Come ha osservato il fisico Max Planck, «la scienza avanza un funerale per volta».

L'Ime recita che tutte le informazioni sono riflesse nei prezzi correnti. È grave che esista ancora in quanto teoria accademica, e continui a imbottire di sciochezze le teste degli studenti, ma i suoi danni peggiori derivano dal fatto che, come diceva Keynes, «gli uomini pratici sono solitamente schiavi di qualche economista defunto».

L'Ime ci ha lasciato una sequela di pessime idee che hanno influenzato ogni struttura del settore finanziario. Per esempio, il modello di capital asset pricing, figlio dell'Ime, ha trasformato in una vera e propria ossessione la misura dei risultati ottenuti. Separare l'alfa dalla beta è nel miglior dei casi irrilevante, e nel peggiore una distrazione dalla vera natura dell'in-

vestimento. Sir John Templeton aveva trovato le parole giuste: «Scopo di un investimento è il massimo del rendimento reale, al netto delle tasse». Ciò nonostante, invece di puntare sull'obiettivo, abbiamo generato un settore d'attività - i consulenti - che sa soltanto incasellare gli investitori nelle proprie categorie.

La valutazione ossessiva è altresì la fonte più cospicua di pregiudizi e distorsioni

DUBBI E PROSPETTIVE
Le bolle, la valutazione dei gestori, i risultati nel breve periodo: riusciremo a cestinare un'eredità nefasta che ha influenzato tutta la finanza?

che ci sia nel nostro mestiere: il rischio per la carriera. Per un investitore costantemente valutato, il rischio si misura in base agli errori compiuti, generando così l'omo ovinus, una specie interessata unicamente a sapere dove si colloca rispetto al resto del gregge, e vivente incarnazione dell'editto keynesiano: «Per la reputazione, è meglio fallire da conformista che

aver successo da anticonformista».

L'Ime è anche il fondamento della gestione del rischio, della teoria di prezzatura delle opzioni, del concetto di valore per l'azionista, e persino delle politiche di regolamentazione (i mercati sanno il fatto loro), tutte idee che hanno causato seri danni agli investitori.

Tuttavia, l'aspetto più insidioso dell'Ime è il consiglio che dà in merito all'origine dei risultati eccezionali. Sembra un ossimoro, ma davvero l'Ime enuncia chiaramente come raggiungerli. Servono informazioni interne e riservate, che sono illegali come si sa, oppure serve prevedere il futuro meglio di chiunque altro. Non esiste la benché minima prova che si possa vedere alcunché nel futuro. Ma il desiderio di superare le previsioni altrui ha depistato tutti quanti per decenni.

L'Ime ci dice anche che le opportunità saranno fugaci. Come mai? Perché astuti e razionali arbitraggisti faranno presto a portarle via. Questo evoca la vecchia barzelletta dell'economista e dell'amico che camminano per strada. L'amico nota un biglietto da cento dollari sul marciapiede. «Non può esserci», dice l'economista, «se ci fosse, qualcuno l'avrebbe già raccolto».

Una mentalità del genere incoraggia gli

investitori a concentrarsi sul breve periodo, nel quale stanno le opportunità invece che nel lungo periodo nel quale sta il vero vantaggio di avere più informazioni.

L'Ime fallisce in modo spettacolare quando viene messa a confronto con il mondo reale. Una prova schiacciante a suo carico, di rado dibattuta in ambito accademico, è quell'elefante nella stanza che tutti ignorano: l'esistenza di bolle. Gli accademici ne sono talmente terrorizzati da arrivare alle peggiori esagerazioni pur di giustificarle. Che ci crediate o no, due economisti hanno addirittura scritto un saggio per sostenere che non c'era alcuna bolla quando all'inizio del decennio l'indice composto del Nasdaq superava quota 5mila.

Una società di gestione finanziaria, la Gmo, definisce una bolla come un minimo di due deviazioni dalla tendenza (reale). Stando all'Ime, eventi con due deviazioni standard dovrebbero accadere all'incirca ogni 44 anni. Tuttavia, dal 1925 in poi, gli analisti di Gmo hanno identificato oltre 30 bolle, leggermente più di una per triennio. Mentre i particolari e le tecnicità di ciascuna differiscono, la dinamica sottostante è molto simile. Di sicuro la diagnosi ex ante delle bolle dà all'Ime un colpo mortale. Da-

vanti a questo assalto spietato, i tifosi dell'Ime ripiegano sulla loro cosiddetta "bomba atomica": il fallimento, da parte dei dirigenti in attività, di superare l'indice. Tuttavia se ogni fund manager cerca di superare tutti gli altri in preveggenza, c'è poco da stupirsi se i risultati restano al di sotto delle previsioni. Una nuova ricerca mostra che il rischio per la carriera (perdere il lavoro) e il rischio per gli affari (perdere i fondi d'investimento) sono i principali motivi degli investitori professionisti. Quanto a battere l'indice, non ci provano nemmeno.

Disicuro è venuto il momento di cestinare l'Ime e la sua eredità. Ci riusciremo? Come diceva J.K. Galbraith, i mercati finanziari sono caratterizzati da una memoria cortissima, «sono pochi i campi dell'attività umana in cui la storia conta così poco come nel mondo della finanza».

Progetto

SPOILS II FASE

FORUM SERVIZI PER IL LAVORO

27 giugno 2009, Hotel Russott - Giardini Naxos (ME)

Programma:

- 8.30 **Accreditamento**
- 8.45 **Apertura dei lavori**
Pietro Rao, *Presidente - Italia Lavoro Sicilia S.p.A.*
- 9.15 **Saluti**
Luigi Gentile, *Assessore al Lavoro - Regione Siciliana*
- 9.30 **Relazione di apertura**
I risultati del Progetto SPOILS II Fase
Anna Maria Di Vanni, *Responsabile del Progetto - Italia Lavoro Sicilia S.p.A.*
- 10.00 **Break**
- 10.30 **Best practices sui Servizi per il Lavoro nelle Regioni**
Gaspare Carlo Lo Nigro, *Dirigente Generale - Agenzia Regionale per l'Impiego e la F.P. - Regione Siciliana*
Giovanni Bologna, *Dirigente Generale Dipartimento Lavoro - Regione Siciliana*
- 11.30 **Interventi**
Grazia Strano, *Direttore Generale - Ministero del lavoro, della Salute e delle Politiche Sociali*
Direzione Generale per l'Innovazione Tecnologica e la Comunicazione
I sistemi informativi del lavoro
Franco Chiaramonte, *Responsabile Area Nord-Est - Italia Lavoro S.p.A.*
Gli strumenti di politica attiva: la dote
Daniela Pavoncello, *Dirigente Area Sistemi Formativi - Isfol*
La consulenza orientativa e i servizi per il lavoro
Alessandro Ferrucci, *Direttore - Tecnostuttura Servizi per il lavoro nelle Regioni*

Eva Faraci, *Dirigente Esperto - Agenzia Regionale per l'Impiego e la F.P. Regione Siciliana*
Gli strumenti di politica attiva del lavoro: l'apprendistato
Mario Mezzanatica, *Direttore Scientifico CRISP - Università Milano Bicocca*
Analisi dei flussi del mercato del lavoro della Regione Siciliana
Conclusioni della sessione mattutina
Natale Forlani, *Presidente - Italia Lavoro S.p.A.*

13.30 **Pranzo**

15.00 **Best practices sui Servizi per il Lavoro nelle Regioni**
Loredana Carrara, *Dirigente Servizio I - Agenzia Regionale per l'Impiego e la F.P. Regione Siciliana*
Pier Angelo Turri, *Dirigente Direzione Lavoro - Regione Veneto*
Sergio Rosato, *Direttore - Veneto Lavoro*
Giovanni D'Orto, *Dirigente Settore Programmazione Dipartimento n° 3 Regione Calabria*
Daniela De Blasio, *Direttore Generale - Azienda Calabria Lavoro*
Paola Cicognani, *Responsabile Servizio Lavoro - Regione Emilia Romagna*

17.00 **Break**

17.15 **Dibattito**

18.30 **Conclusioni**
Francesco Verbaro, *Segretario Generale - Ministero del Lavoro, della Salute e delle Politiche Sociali*
Ai lavori del Forum interverrà il Presidente della Regione Siciliana On. Raffaele Lombardo

REALIZZATO NELL'AMBITO DEL PROGETTO SPOILS II FASE - Collaborazione con i servizi per il lavoro delle Regioni Siciliane