

Paolo Giussani ♦

## I derivati nella dinamica del capitale finanziario (testo provvisorio)

### 1. Capitale speculativo

Di per sé i derivati sono una semplice forma legale, per la precisione una forma di contratto. Il tipo fondamentale di derivato è il *forward* (contratto di futura/o vendita/acquisto), che mena un'esistenza molto antica, addirittura dal medioevo. Dalla standardizzazione dei *forward* vengono i *futures*, e da *forward* e *futures* si creano le *options* (a vendere, *put options*, ed a comperare, *call options*) con le quali per un certo prezzo (chiamato *premium*) l'acquirente si compra il diritto ad uscire da contratto *forward* mentre sull'emettitore/venditore di *options* continua a gravare l'obbligo di farvi fronte nel caso il detentore della *option* decida di esercitare il proprio diritto. Va fortemente contrastata l'opinione, tanto comune nel mondo della finanza quanto assurda, che i derivati siano dei titoli, come le azioni o le obbligazioni. Un titolo, di proprietà o di credito, è sempre il mezzo per percepire una quota dei redditi di un certo capitale, mentre i derivati contengono solo l'obbligo o il diritto di effettuare una certa transazione, che fornendo direttamente profitti o perdite, li rende del tutto analoghi nella natura alle *scommesse*, ma non certo ai titoli.

Concentrare l'attenzione sulla forma dei derivati è un considerevole errore di prospettiva, dovuto alla noncuranza riguardo all'evoluzione ed alla dinamica della accumulazione complessiva del capitale negli ultimi trent'anni. Rispetto ai derivati quello che veramente importa non è la loro forma bensì il loro impiego da parte del capitale speculativo ossia del capitale investito per ricavarci profitti speculativi, letteralmente ed universalmente esploso negli ultimi vent'anni. Senza comprendere innanzitutto il modo di funzionamento, la dinamica e l'estensione di questo tipo di capitale è cosa del tutto vana mettersi ad esaminare i derivati, che di per sé non significano assolutamente nulla e, contrariamente all'opinione da *parvenu* di certi autori che amano trasformarli in recenti invenzioni di qualche geniale della finanza internazionale, esistono da sempre. La finanza non contempla minimamente la possibilità di invenzioni, e ciò per l'elementare fatto che finanza non significa altro che capitale in movimento onde conseguire profitti in un determinato modo: quello che muta e si estende non sono le tecniche finanziarie (o peggio i 'prodotti finanziari', un'espressione veramente ridicola) ma i modi e le grandezze di capitale che vengono progressivamente investite ossia che entrano nel processo/circuito speculativo che allargandosi cerca gradualmente di usare tutto ciò che esiste. Levate via il capitale investibile speculativamente e tutta la finanza di questa terra svanisce d'incanto con tutte le sue presunte invenzioni e la sua matematica.

Il capitale industriale acquisisce profitti producendo valori di merci maggiori di quelli contenuti negli input usati; il capitale mercantile guadagna assicurando la vendita finale delle merci prodotte in cambio di una parte dei profitti complessivi; il capitale creditizio si appropria di una quota dei profitti sotto forma di interesse sui soldi prestati ad industriali e commercianti: malgrado le loro grandi differenze tutte e tre queste forme di capitale si basano sull'esistenza di prezzi stabili delle merci e quindi determinabili a priori. Come è noto il prezzo di qualsivoglia merce si può scomporre in: Costi + Profitto Industriale + Profitto Commerciale + Interesse (+Imposte). Se questa formula per i prezzi unitari delle merci è in pieno vigore, non sussiste spazio per alcun

---

♦ [106642.534@compuserve.com](mailto:106642.534@compuserve.com). Milano, Dicembre 2000

altro tipo di profitto. Affinché si crei la possibilità di un ulteriore profitto occorre che i prezzi prendano a fluttuare in forma caotica cessando di essere esattamente determinabili a priori, in modo che la scomposizione del prezzo di vendita si modifichi: Costi + Profitto Industriale + Profitto Commerciale + Interesse (+Imposte) +  $X$ .

In linea generale, tranne in situazioni di catastrofe naturale o sociale (ad es. le guerre) i prezzi delle merci prodotte e riproducibili non offrono spazio alcuno per la creazione di una grandezza  $X > 0$ , possibilità che invece direttamente legata alla fisiologia tipica della categoria delle merci non riproducibili, il cui prezzo non si scompone come quello delle merci producibili, e i cui i principali esponenti sono senza ombra di dubbio i titoli e, fra questi, i titoli di proprietà di capitale. È ovvio che in linea generale la possibilità di profitti che derivano dalla pura variazione di prezzo in un intervallo di tempo tendenzialmente nullo, ciò di cui appunto consistono i profitti speculativi, dipende dalla circostanza che la domanda di merci non riproducibili sia costantemente maggiore dell'offerta ossia dall'esistenza di un flusso crescente di capitale monetario diretto verso l'acquisizione di queste merci. È precisamente questo flusso a generare il continuo aumento dei prezzi dei titoli, in particolare delle azioni, come si può osservare dalla relazione statistica lineare fra tasso di incremento della massa di denaro investito in borsa ed tasso di accrescimento degli indici. Questo rialzo dei prezzi al tempo stesso è il prodotto dell'impiego crescente di capitale monetario come capitale speculativo e costituisce il campo di azione di questa forma di capitale.

I profitti speculativi derivano dall'accrescimento del volume di capitale monetario che entra nel circuito speculativo, e, quindi, nel momento in cui vengono realizzati in denaro liquido non costituiscono altro che una parte del capitale monetario che, entrando nel circuito, viene trasferito dall'acquirente al venditore di titoli. Va tuttavia notato che i profitti speculativi si presentano in due forme distinte: la forma direttamente monetaria risultante dalla vendita di titoli ad un prezzo superiore a quello di acquisto, e la forma nominale consistente nella rivalutazione dei titoli detenuti nei portafogli, e che la gran massa dei profitti speculativi esiste nella seconda forma puramente apparente, comunemente chiamata *paper wealth*. Affinché la *paper wealth* si converta regolarmente in liquido occorre che una massa crescente di denaro entri altrettanto regolarmente nel circuito della compravendita di titoli ovvero che il circuito contempli un flusso positivo netto di denaro in entrata. Diversamente dal capitale industriale, commerciale e creditizio, il capitale speculativo non ha né può avere una propria forma definita, e nemmeno può pertanto avere un proprio orizzonte temporale. Il suo programma di "comprare a poco, vendere a molto", indipendente da ogni trasformazione e da qualsivoglia periodo legato a questa trasformazione, fa sì che il capitale speculativo perfetto sia quello che elimina ogni intervallo temporale fra compra e vendita e rende i due atti simultanei. I derivati sono appunto la forma legale che consente al capitale speculativo di tentare tale operazione magica.

## 2. Capitale e derivati

Molti, e sopra ogni altre le trattazioni accademiche di finanza ed economia monetaria, credono sulla parola alla propaganda di quelli che i derivati li vendono, inducendosi in questo modo ad interpretarli come una forma di assicurazione contro il rischio dell'investimento finanziario. Altri addirittura si fermano affascinati dinanzi alla pura etimologia dei loro sostantivi e li considerano come effettivi contratti di futura vendita/acquisto ossia contratti che conducono ad effettive compravendite di merci ai prezzi stabiliti.

I derivati hanno il nome che hanno in quanto riguardano qualcos'altro, una certa merce oggetto del contratto a sua volta denominata *underlying* (sottostante). Ma la grandissima massa dei derivati riguarda *underlying* finanziari, come le azioni e le obbligazioni, e non certo merci prodotte, di cui cerca di anticipare profittevolmente le variazioni di prezzo. La quasi totalità dei derivati viene estinta prima della scadenza e non dà quindi seguito ad alcuno scambio; l'estinzione del derivato viene sempre effettuata attraverso un versamento in denaro liquido che può precedere (come nelle *options*) o avvenire assieme alla terminazione del contratto. Proprio questo trasferimento unilaterale di denaro è l'alfa e omega, la vera essenza e segreto dell'impiego speculativo dei derivati, usando i quali il capitale mira ad appropriarsi di profitti direttamente in forma monetaria per abbandonare completamente i profitti cartacei, faccenda del tutto priva di interesse da lasciare volentieri alle forme tradizionali di investimento speculativo, come l'acquisto di azioni in un dato momento per la loro rivendita con profitto in un momento successivo.

È ovvio che il capitale non possa comperare e vendere simultaneamente il medesimo titolo giacché ciò comporterebbe che titoli identici possano avere prezzi differenti nello stesso momento, circostanza del tutto impossibile. Ma può simultaneamente comperare (andare *long*) e vendere (andare *short*) titoli che seguano movimenti fra loro correlati, tali da procurare un profitto se la loro direzione viene esattamente prevista dall'investimento, che è precisamente l'essenza dell'impiego speculativo dei derivati, vale a dire del 99% dell'impiego totale che si fa di questi contratti. Il mantenimento simultaneo di posizioni *long* e *short* è la strategia necessaria per perseguire le variazioni di prezzo fra *asset* differenti che si manifestano continuamente ed in modo relativamente turbolento in infiniti insieme di punti del mercato finanziario mondiale e trasformarle in profitto monetario.

Se si ritiene che i tassi di interesse in un certa nazione diminuiranno più che non in un'altra cioè che il differenziale (*spread*) fra i due tassi tenderà a ridursi, la strategia di comperare obbligazioni pubbliche del primo paese e vendere obbligazioni pubbliche del secondo fornirà un profitto: ma per conseguire il risultato non è minimamente necessario l'effettivo acquisto dei titoli, basta comperare e vendere i rispettivi *futures* per riuscire ad intascare il profitto. Lo stesso se si prevede, ad es., che il cambio in dollari fra yen e sterlina debba abbassarsi. Strategia opposta sarà invece adottata se si intende trarre vantaggio dal movimento opposto.

Le *options* possono essere usate a scopo assicurativo, ma questo avviene sempre in connessione con un investimento speculativo diretto, per il fine di limitarne le potenziali perdite. Acquisire azioni e vendere simultaneamente delle *call* è un caso tipico in questione. Ma l'uso speculativo delle *options* è assai più vasto. Vendere montagne di *options* per acquisire *futures* oppure azioni che si presume variare di valore assai velocemente è una tipica strategia speculativa come lo è vendere simultaneamente *put* e *call* sugli stessi titoli, ad es. sugli indici di borsa, ed infinite altre.

Caratteristica tipica dell'impiego dei derivati è che il guadagno può esservi indifferentemente realizzato grazie ad un movimento generale dei prezzi dei titoli tanto ascendente quanto discendente, l'essenziale è anticipare con esattezza la *direzione del movimento*, quale che sia. L'indifferenza dell'investimento mediante i derivati verso il tipo generale del movimento dei titoli comporta che un mercato tendenzialmente declinante debba venire considerevolmente accentuato dal cumulo di obblighi nei confronti di detentori di posizioni *short* che si somma al tradizionale tipo

di indebitamento verso tutte le istituzioni che hanno fornito credito a scopo speculativo.

### 3. Il rischio

Essendo un esempio particolare del tipo di contratto noto come scommessa, i derivati una volta che siano applicati alla finanza divengono necessariamente strumento per l'estensione di credito. In realtà, essi costituiscono precisamente un gigantesco veicolo, anzi il maggior veicolo nell'ultimo decennio, per la creazione di credito speculativo. La relazione simbiotica fra capitale speculativo e capitale creditizio non è cosa nuova, il crollo del 1929 fu ad es. innescato dall'incredibile accumulo di indebitamento sull'acquisto di titoli (*margin debt*) finanziato dalle banche attraverso l'intermediazione dei broker avvenuto negli anni precedenti; ed, in generale, nessun collasso generale del circuito del capitale può avvenire se i rapporti creditizi non sono sufficientemente sviluppati e diffusi. Ma i derivati portano la cosa molto oltre in quanto costituiscono essi stessi una forma di credito che non poggia su alcuna riserva, oltre naturalmente a potersi basare anche sul tradizionale tipo di credito.

Facciamo un esempio, supponendo uno speculatore che acquisti uno stock di azioni a \$1000 prendendo a prestito la somma al 10% e simultaneamente vendendo un *call* su queste azioni a \$100 con un prezzo di vendita prestabilito di \$1200. Se il prezzo di mercato delle azioni  $p$  sale ad un valore compreso nell'intervallo  $\$1000 < p \leq \$1200$  lo speculatore guadagna perché può tenersi il *premium* di \$100, rivendere le azioni restituendo il prestito compreso l'interesse del 10% ed intascarsi un profitto. Se il prezzo di mercato sale al di sopra del livello \$1200, lo speculatore si troverà a far fronte all'obbligo di vendere le azioni al prezzo di \$1200 realizzando comunque un profitto. Se il prezzo di mercato si abbassa al di sotto del valore iniziale \$1000, lo speculatore dovrà subire una perdita, limitata dal *premium* di \$100 incamerato vendendo il *call*. Andiamo ora a vedere le cose sull'opposta sponda, quella di un secondo speculatore che abbia comperato il *call* dal primo, opzione che ha acquistato, assieme a molte altre, grazie ad un credito di \$1000 al 10% garantito da titoli in suo possesso. Tutto quello che porta un guadagno al primo speculatore al secondo arreca una perdita amplificata. Egli deve restituire il capitale preso a prestito senza avere tratto nulla dalla transazione in quanto i *premium* versati sono semplicemente svaniti a causa dell'avverso movimento dei prezzi. Se la variazione dei prezzi degli *underlying* fosse avvenuta nella direzione giusta egli avrebbe guadagno decisamente più del suo collega, parimenti deve ora perdere altrettanto di più.

La misura del rischio è identica a quella delle possibilità di profitto, ed è data dal rapporto fra indebitamento e capitale proprio impiegabile per far fronte agli scoperti ed alle perdite, rapporto denominato *leverage*. L'impiego dei derivati innalza il saggio del profitto ottenibile solo perché, alla base, accresce il *leverage* al di sopra dei livelli ottenibili con le tradizionali forme di investimento speculativo. Scrivere e vendere *call* e *put* espone al rischio di trovarsi a dover far fronte a pagamenti di grandezze che sono irraggiungibili con la finanza tradizionale, lo stesso avviene attraverso le compravendite di *futures*, ed ancor più con i derivati strutturati, detti *over the counter*, che non sono standardizzati e nascondono livelli di *leverage* invisibili alla percezione immediata. Possiamo farci un'idea generale del grado di rischio e di *leverage* dalla formula seguente in cui sono comprese le quattro grandezze in gioco: l'ammontare di contratti derivati sottoscritti ai prezzi prestabiliti,  $N$ , il prezzo di mercato effettivo degli *asset* cui i derivati si riferiscono,  $P$ , il capitale proprio

utilizzabile per far fronte agli scoperti,  $K$ , e l'indebitamento,  $D$ . Il grado di *leverage* elementare, quando i derivati non sono ancora entrati sulla scena, è dato  $l = \frac{D}{K}$ , l'uso

dei derivati modifica l'equazione in  $l = \frac{N - P + D}{K}$ , dove  $(N - P)$  indica il rischio-base

dei derivati. Si vede subito che il grado di *leverage* si accresce per ogni movimento di  $P$  che sia avverso ad  $N$  ossia per ogni movimento dei prezzi di mercato che si muova in direzione opposta a quella prevista dalla sottoscrizione dell'ammontare nozionale dei derivati. Oltre a ciò il *leverage* aumenta anche perché le creazione di debito si accresce valendosi dell'intermediazione fornita dall'esistenza di derivati.

L'interpretazione dei derivati come mezzo di assicurazione esce nullificata dall'esame del modo in cui il capitale agisce per mezzo dei derivati, ed assai di più l'idea, espressa da certi autori decisamente prona ad invaghirsi delle parole, che essi siano uno strumento di "socializzazione del rischio", espressione peraltro piuttosto nebulosa. Ogni impiego di capitale mediante i derivati dà vita ad un gioco uno contro uno che ha l'effetto di trasferire il rischio non sulla società nel suo insieme, come fanno le casse di mutuo soccorso e i moderni sistemi assicurativi, ma di concentrarlo su punti particolari del circuito della circolazione di capitale, che diventano i potenziali punti di cedimento dell'intera struttura. I casi di fallimenti di istituzioni finanziarie che negli ultimi anni si stanno materializzando ad un ritmo crescente mostrano tutti un estesissimo impiego di derivati con una elevata correlazione fra ammontare nozionale di derivati rispetto al capitale  $\frac{N}{K}$ , e *leverage*. Il riassorbimento di queste bancarotte

con il fine assolutamente vitale di evitare la loro conversione in fattori di interruzione dell'insieme della circolazione di capitale, è il classico meccanismo di socializzazione del rischio ovvero delle perdite, in realtà l'unico meccanismo che il capitalismo abbia a disposizione essendo fondato sull'azione delle banche centrali in associazione coi tesori, organismi dotati della capacità *sociale* di emettere denaro in ultima istanza.

#### 4. Volatilità

L'altra idea, anche questa tanto diffusa quanto infondata, è che i derivati contribuiscano a ridurre la volatilità dei prezzi degli *asset*. In realtà vale proprio l'opposto. Che i derivati traggano la loro esistenza dalla volatilità è del tutto banale; non sono solo i derivati a nutrirsi della volatilità, senza una continua variazione dei prezzi degli *asset* finanziari non può crearsi la possibilità di profitti speculativi in genere che, come si è visto, si formano da differenze di prezzo in un intervallo di tempo tendenzialmente nullo. Il capitale speculativo in quanto tale è il gemello monozigote della volatilità. Il boom dei derivati ha avuto luogo negli anni '90, prima i derivati erano poca cosa, esattamente in correlazione con un tremendo accrescimento della volatilità dei prezzi azionari, dei prezzi obbligazionari, dei tassi di interesse, dei cambi, cioè di tutto quanto rientra nei contratti derivati. A loro volta, però, i derivati offrono un consistente contributo al mantenimento ed all'intensificazione della volatilità giacché costituiscono una domanda potenziale di titoli ed *asset* in genere, che si forma e corre parallela alla domanda effettiva costituita dal processo di investimento e di permanente movimento del capitale monetario. La Federal Reserve conosce bene il fenomeno visto che ogniqualvolta Wall Street cala oltre un certo limite istruisce il

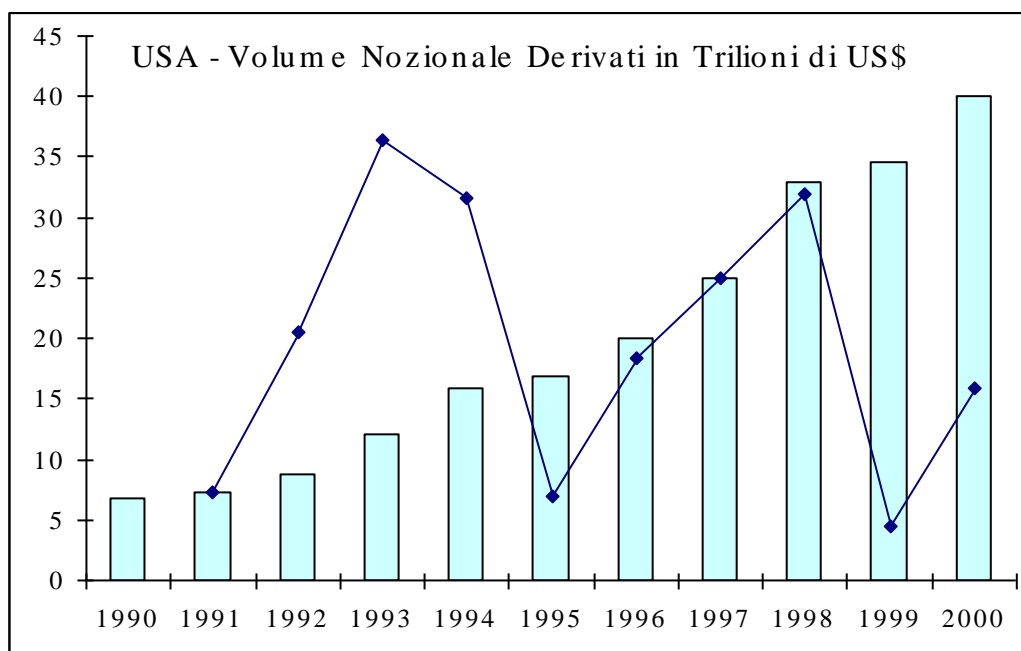
“Plunge Protection Team”, da essa sponsorizzato, ad acquistare grandi somme di *futures* per sostenere gli indici.

Il boom speculativo iniziato vent’anni fa ha mutato fisionomia e fisiologia nel corso del tempo, accrescendo il tasso di volatilità ed il livello speculativo dei movimenti di denaro. La seconda parte degli anni ’90 ha osservato un marcato spostamento degli acquisti di azioni verso gli indici più speculativi, come il Nasdaq, i settori più speculativi, come il settore telecom, e le società più speculative, come le dotcoms. Parallelamente, il volume nozionale di derivati è letteralmente esploso. Per potere occupare prepotentemente la scena i derivati hanno avuto bisogno di dieci anni di espansione speculativa, in pratica tutti gli anni ’80, nel corso dei quali il capitale monetario investito speculativamente facesse il suo lavoro e creasse condizioni di volatilità sufficiente da consentire che i profitti intercettabili per mezzo dei derivati, che sono concepibili come una specie di detector applicato al capitale monetario in entrata ed in fluttuazione nel circuito speculativo, apparissero appetibili nel raffronto coi profitti speculativi fino a quel punto ottenibili coi mezzi “normali”. Sotto questo aspetto il boom dei derivati è assieme un prodotto ed un sintomo del sopraggiungere della fase declinante dell’espansione speculativa che ha permeato gli ultimi vent’anni di evoluzione del capitalismo mondiale, allorché le oscillazioni, sia in alto che in basso, prendono il sopravvento sulla tendenza ascendente. Allo stesso modo si può prevedere il declino dei derivati nel corso della successiva fase, quella in cui la tendenza declinante si installerà a dominare chiaramente i movimenti e la volatilità sarà soltanto in una direzione.

## 5. Statistiche sui derivati

Dalla Figura 1 si osserva che il volume totale di contratti derivati sottoscritti negli Usa, misurato ai valori monetari fissati nei contratti stessi, è passato da grandezze quasi trascurabili negli anni ’80 ad un valore pari a quasi 5 volte il Pil americano nel secondo trimestre del 2000 ad un tasso medio di incremento annuo nel periodo considerato del 19.4%:

Figura 1.



Le Figure 2-5 mostrano come al tempo stesso si sia modificata la composizione dei derivati sia per tipo che per oggetto (Figure 2 e 3). Gli *swaps* sui tassi di interesse sono divenuti la forma quantitativamente dominante, lasciando indietro gli *swaps* ed i *futures* sui cambi, inizialmente più diffusi; mentre le *options* hanno oscillato attorno al 20% del totale. L'apparizione dei *credit derivatives* segnala poi il possibile esordio di una fase di perturbazione del sistema creditizio.

Figura 2

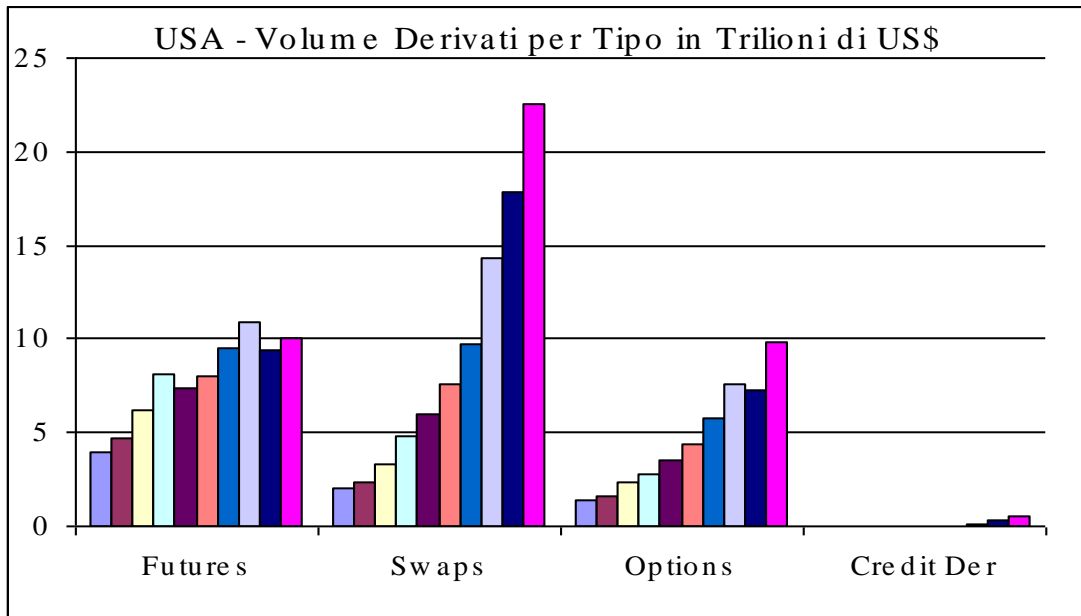


Figura 3

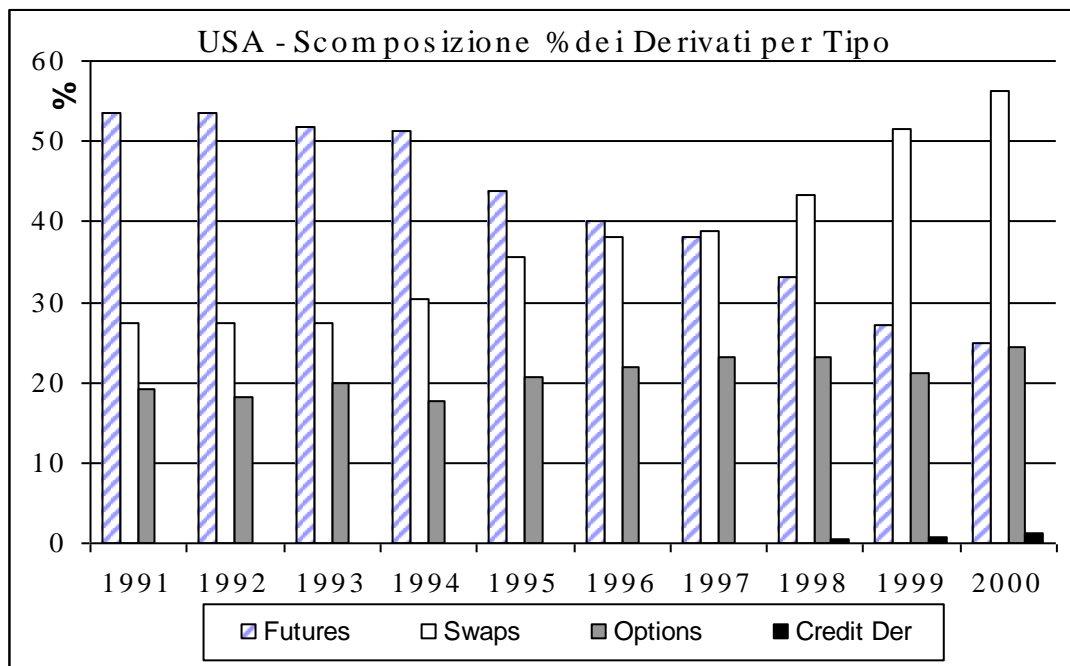


Figura 4

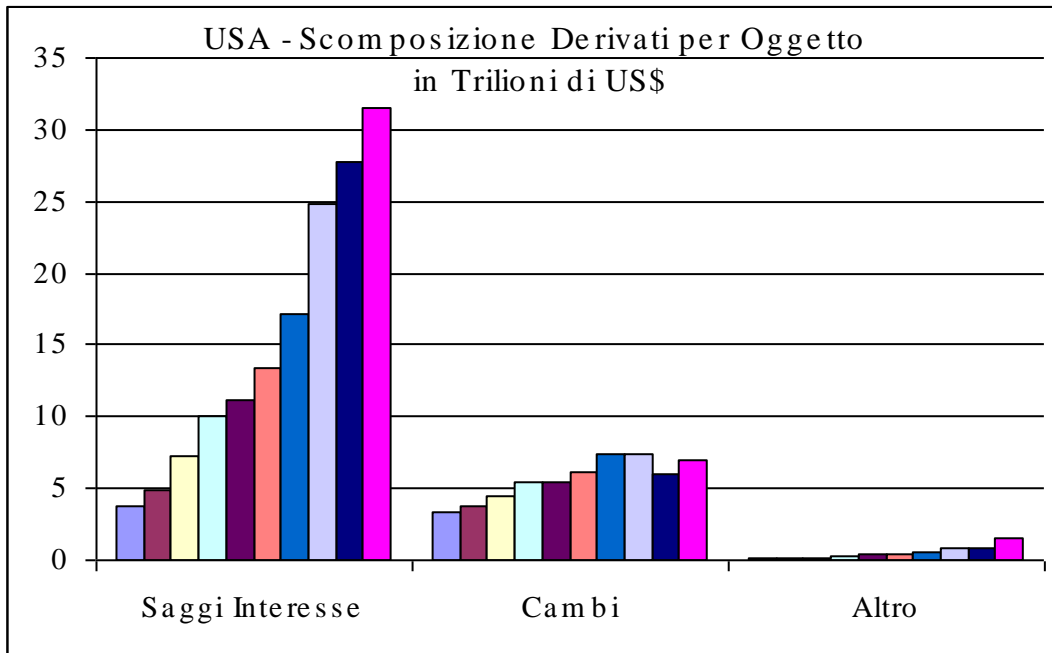
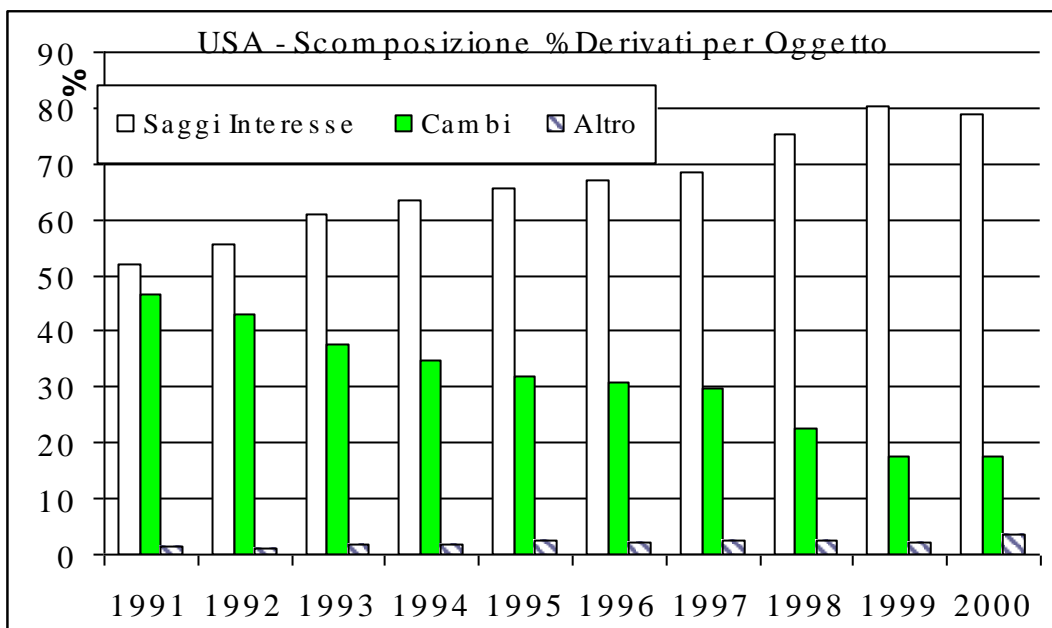


Figura 5



La comparsa in grande stile dei derivati non è stata proprio per nulla uniformemente distribuita in tutto il sistema finanziario. Tutt'al contrario, proprio come si argomentava in precedenza, i derivati hanno teso a concentrarsi massicciamente nei portafogli di pochissime istituzioni, generando in questo modo poderosi potenziali punti di rottura dell'intera struttura. Le 7 maggiori banche commerciali americane assieme hanno in mano più del 95% del totale nozionale dei derivati esistenti, come mostra la Tabella 1:

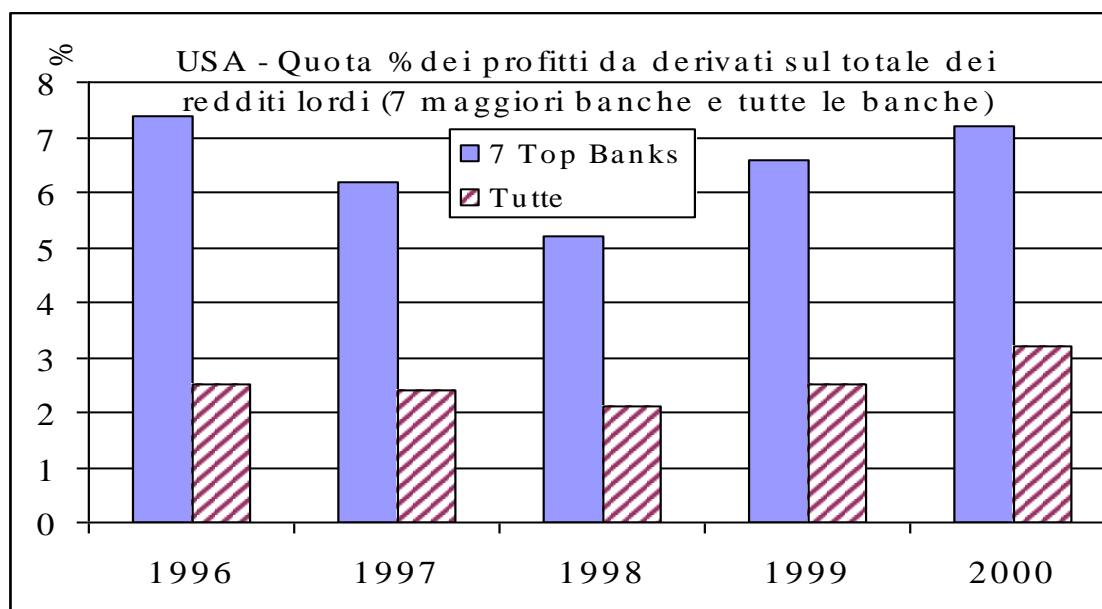


Tabella 1  
USA – Distribuzione dei Derivati – 3.2000

	Top 7 Banche	%	Resto Banche	%
Futures	9.40	24.88	0.58	1.52
Swaps	18.90	50.02	0.74	1.96
Options	7.40	19.58	0.46	1.22
Credit Der	0.29	0.77	0.01	0.03
<i>Totale</i>	<i>35.99</i>	<i>95.25</i>	<i>1.79</i>	<i>4.73</i>

Del resto solo per le 7 maggiori banche (Chase, Morgan, Citigroup, Bank of America, First Union, Bank One, Bank of New York) i profitti tratti dall'investimento sui derivati costituiscono una quota significativa dei redditi realizzati:

Figura 6



Osservando la Figura 6, ci si fa anzi l'idea che nel declino generale dell'attività tradizionale di intermediazione bancaria e con lo sviluppo delle *securitization* dei prestiti, l'uso dei derivati abbia fortemente contribuito a mantenere a galla le maggiori banche commerciali americane. Per quanto questo sia stato pagato con la creazione di un rischio crescente, fatto testimoniato tanto dall'elevato valore della proporzione dei derivati a breve scadenza (Figura 8), quanto dall'eccezionale rapporto dell'esposizione mediante *credit derivatives* delle 7 maggiori banche americane rispetto al loro capitale totale (Figura 7).

Figura 7

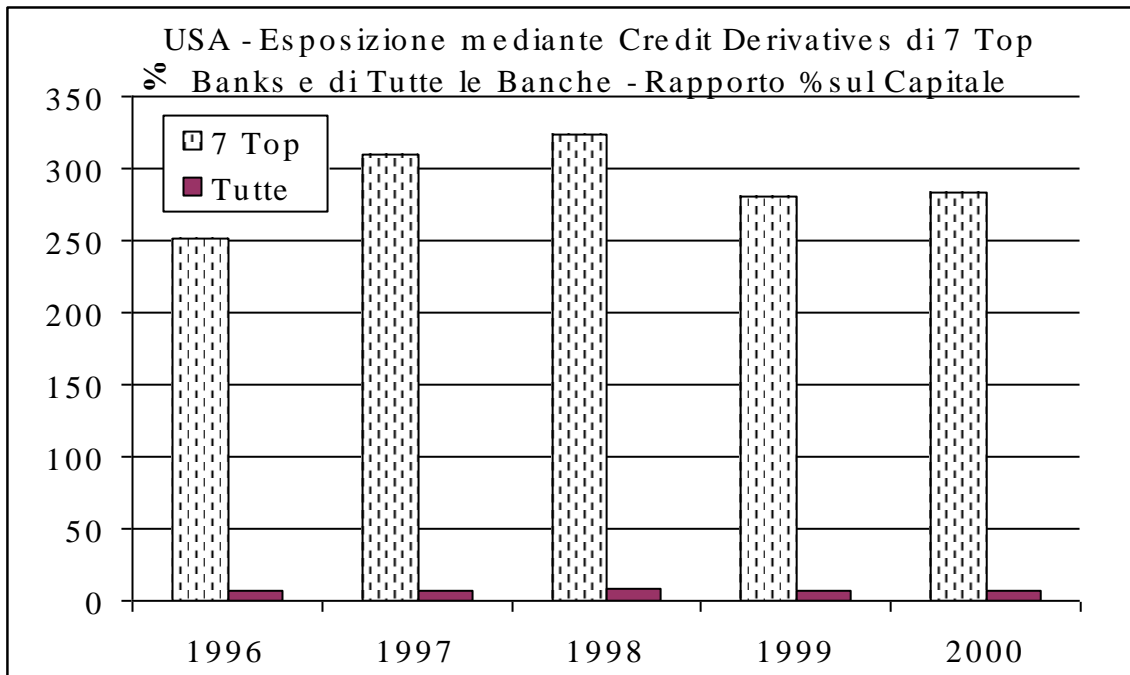
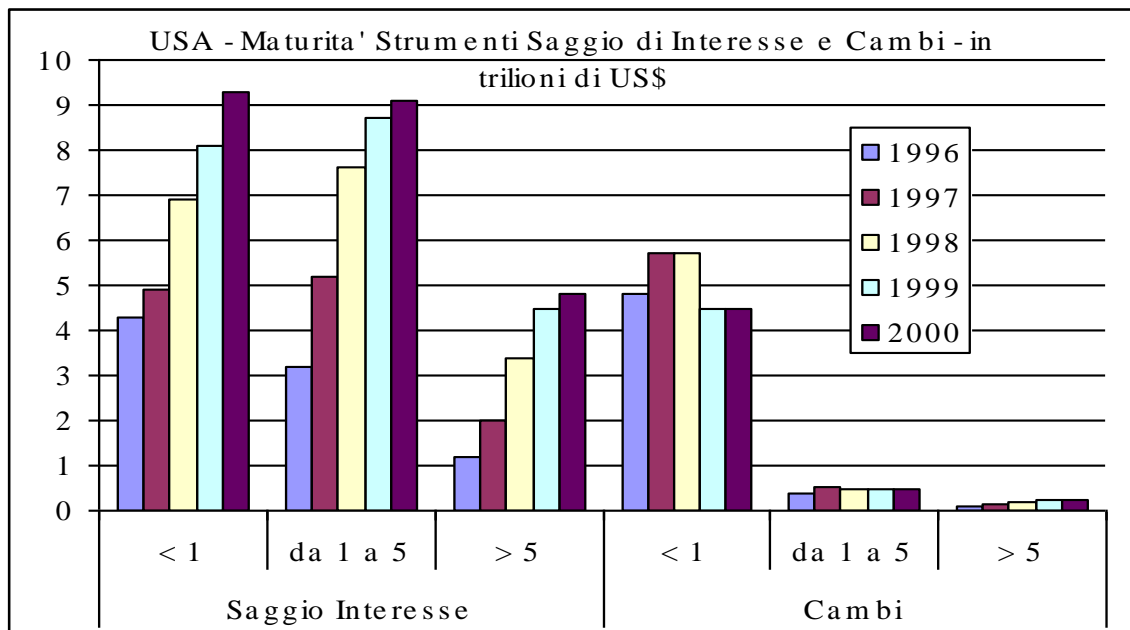


Figura 8



## 6. Capitale Speculativo

È chiaro che viene spontaneamente fatto di chiedersi da dove venga il capitale speculativo, nelle immani dimensioni di cui i derivati sono soltanto uno dei vari aspetti, e, soprattutto verso quale esito sia diretto.

L'esito per il momento lo lasciamo perdere per concentrarci sulle origini. Il capitale investito speculativamente è sempre esistito come una sorta di rumore bianco

dell'accumulazione ossia del processo complessivo di produzione e circolazione del capitale; il suo boom, che ha ad es. innalzato il turnover di Wall Street da un livello in rapporto al Pil Usa pressoché costante di 0.2 nel periodo 1950-1980 a quello di 3.5 all'inizio del 2000, tuttavia ha cause generali nella fine del boom postbellico verso la metà degli anni '70 la quale ha agito facendo scattare il meccanismo della volatilità e generando assieme masse di capitale monetario inutilizzato pronte ad approfittarne. Sulla stagnazione si è sovrapposta la politica di espansione fiscale e monetaria degli anni '70 che, senza avere materializzato nessuno dei risultati ipotizzati e sperati dalla teoria keynesiana, ha in compenso utilmente riciclato il capitale monetario verso impieghi non produttivi. L'accumulazione di capitale speculativo é un processo che ha solo bisogno di essere messo in moto, dopodiché é perfettamente in grado di autoalimentarsi, come ha fatto splendidamente nel corso degli ultimi vent'anni. Esaurite tutte le possibilità di credito cioè di utilizzare speculativamente capitale creditizio, deve infine decadere. L'evoluzione dei derivati ci indica che ci troviamo precisamente all'inizio di quest'ultima fase.