

## Una debacle finanziaria causata dai derivati sul credito di Antonio Pagliarone\*

*Così la speculazione comincia proprio nella depressione. Dal punto di vista economico privato, l'investimento in borsa è fruttifero come qualsiasi altro. L'“investimento” in borsa però non crea né valore né plusvalore. Esso ha per scopo soltanto un aumento dei corsi e trasferimenti di capitale. Questo capitale si rivolge alla borsa, dimenticando il carattere illusorio di questi investimenti.*  
[Henryk Grossmann, La legge generale dell'accumulazione e il crollo del capitalismo]

Se la crisi finanziaria degli Stati Uniti verificatasi nel 1998 poteva essere imputata alle dinamiche dei derivati sui cambi e sui tassi di interesse legati al fenomeno della “dollarizzazione” di paesi come Brasile, Messico, Giappone e Sud-Est asiatico, culminata con il crollo dell'Argentina, il crash che ha colpito il paese più sviluppato del pianeta nell'estate del 2007, con gravi ripercussioni sul sistema finanziario internazionale, è stato provocato inequivocabilmente dalla massa di derivati sui tassi di interesse e dai credit default swaps. Ciò che sconcerta è l'ipocrisia generale manifestatasi in occasione della notizia secondo la quale più di due milioni di famiglie americane, che avevano contratto un mutuo per la casa, erano divenute inadempienti; nel frattempo i mass media terrorizzavano la gente paventando una crisi generalizzata per colpa di questi debitori senza criterio. Non solo, le banche americane furono accusate di elargire crediti “facili” senza alcuna garanzia e quant'altro potesse servire per allarmare ulteriormente i lavoratori già depressi per la vita che fanno ogni giorno.

Ad ogni crash finanziario vengono ripetute le solite lagne di una bolla speculativa che sicuramente si sgonfierà presto grazie a miracolosi interventi delle banche centrali o addirittura dei governi (in particolare la Fed e l'amministrazione USA). Nessuno si è preoccupato di notare che tali tracolli si ripetono troppo spesso e ogni volta con esiti sempre più rovinosi per l'economia mondiale. Alla radice di tutto ciò sta il radicale mutamento subito dall'economia globale (a partire da quella degli Stati Uniti) nell'ultimo quarto di secolo che consiste nel trasferimento sempre più massiccio degli investimenti nella speculazione, a spese dei settori produttivi, con lo scopo di “comperare e vendere senza interruzione pezzi di carta chiamati titoli, azioni, obbligazioni e affini, con lo scopo non di ricavare il reddito prodotto dalle attività cui questi titoli si riferiscono ma di realizzare le differenze positive di prezzo dei pezzi di carta che continuamente si manifestano in tutte le borse del mondo”<sup>1</sup> Ma se in passato la speculazione volgeva verso asset che potevano subire alti e bassi trascinando con le loro oscillazioni il capitale effettivamente investito, con l'introduzione dei derivati si ovvia a tale inconveniente in quanto si specula come già detto sulle differenze di prezzo di un titolo sul mercato mondiale ricavandone solo la differenza con un esborso limitato. E' la forma ideale di speculazione ma attenzione resta sempre una scommessa e si sa che il mondo delle scommesse ha sempre destato amare sorprese che poi alimentano l'indebitamento (bisogna continuare a scommettere per recuperare le perdite) fino al fallimento. Nonostante ciò i derivati hanno continuato ad invadere come degli ultracorpi tutto il settore finanziario che ormai domina l'economia dei nostri giorni.. Esistono molteplici varietà di derivati (opzioni e futures) che vengono denominati con una terminologia specifica in lingua anglosassone ma tutti sostanzialmente possono essere definiti come una sorta di credito/debito aleatorio appunto come le scommesse<sup>2</sup>. Il problema è che i flussi di capitale speculativo si dirigono prevalentemente nella finanza americana di conseguenza più suscettibile ai crash che si ripercuotono poi sulle economie degli altri paesi.

---

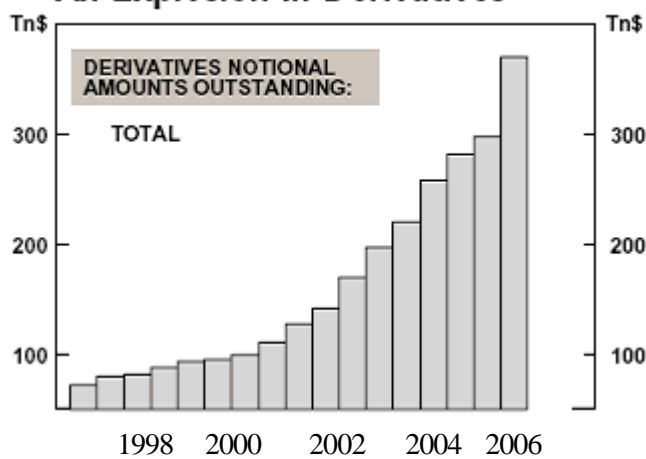
\* [antonio.pagliarone@fastwebnet.it](mailto:antonio.pagliarone@fastwebnet.it)

<sup>1</sup> Paolo Giussani “Miti e Realtà del boom americano” in [www.countdownnet.info](http://www.countdownnet.info) analisi USA

<sup>2</sup> L'unico studio serio sui derivati è quello di Nasser Saber “Speculative Capital” (Edizioni Prentice Hall - Financial Times, Londra 1999)

Secondo le stime della Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea nel 2006 i derivati ammontavano ad una cifra iperbolica pari a quasi 400.000 miliardi di dollari. (7 volte il PIL mondiale). La Figura 1 sottostante mostra il progressivo incremento dei derivati dal 1998 al 2006

**Figura 1**  
**Ammontare presunto dei derivati in circolazione dal 1998 al 2006 in trilioni di dollari**  
**An Explosion In Derivatives**



Fonte: Bank of International Settlement

L'aumento più vistoso riguarda i derivati sul credito, comparsi nel 1991, che, secondo le stime della International Swaps and Derivatives Association (ISDA) sono raddoppiati tra la metà del 2004 e la metà del 2005 ed hanno raggiunto alla metà del 2006 un volume di 26 mila miliardi di dollari con un incremento del 52% dall'inizio dell'anno. Alla fine del giugno 2007 è stato superato il valore di 45 mila miliardi di dollari<sup>3</sup>. Tali derivati sono contratti che consentono di trasferire determinati crediti a rischio in uno o un insieme di prodotti di credito ad una controparte, che può essere sia un operatore di mercato oppure un capitale, attraverso la loro conversione in titoli. Il prodotto di credito potrebbe consistere sia in una esposizione relativa ad un asset creditizio, un mutuo oppure un generico rischio di credito come il rischio di bancarotta di un soggetto. Allorché il rischio, o i premi commisurati al rischio, viene trasferito alla controparte questa assume la proprietà virtuale o artificiale dell'asset di credito, così i derivati sul credito sono divenuti strumenti alternativi di contrattazione legati al valore di una impresa simili alle equity e alle azioni. Nonostante i derivati sul credito costituiscano ancora una quota ridotta rispetto a tutti gli altri derivati occorre notare che negli ultimi quattro anni sono aumentati del 100% una crescita record rispetto a tutti gli altri. Ma come mai si assiste ad un incremento così vistoso dei Credit Derivatives? Semplice, le Banche e le finanziarie private americane hanno garantito una montagna di prestiti (da qui l'indebitamento faraonico delle imprese e delle famiglie americane<sup>4</sup>) non certo per favorire l'acquisto di una casa o per garantire un livello di consumi che i salari non riescono più a coprire o per finanziare le attività di una impresa ma per spostare questi crediti a rischio nelle mani di tutta una serie di investitori esteri senza scrupoli (dall'Europa alla Cina), dei fondi pensione, degli hedge fund<sup>5</sup> e di società

<sup>3</sup> Vedi il sito di Vinod Kothari [www.credit-deriv.com](http://www.credit-deriv.com)

<sup>4</sup> Vedi il Grafico 1 nel paper non ancora pubblicato "L'indebitamento del settore finanziario americano" di Paolo Giussani. Il Debito complessivo degli Stati Uniti ammonta a 48 mila miliardi di dollari pari al 460% delle entrate nazionali, solo nell'ultimo anno ha subito un incremento del 9% per una cifra pari a 3900 miliardi di dollari. Il debito estero, rappresentato dagli asset finanziari posseduti da enti stranieri nel 2006 ammontava a 10300 miliardi di dollari (il 21% del debito complessivo) che è aumentato dell'11% lo scorso anno.

<sup>5</sup> Un tipo di fondo comune d'investimento estremamente rischioso costituito sotto forma di società a responsabilità limitata che opera in maniera alquanto spregiudicata con capitali di investitori privati

I fondi hedge hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo, con una bassa correlazione rispetto ai mercati di riferimento, attraverso però investimenti singolarmente ad alto rischio, ma con possibilità di ritorni molto fruttuosi. Si

finanziarie che hanno creato una massa enorme di titoli di credito i cui modelli matematici sono un groviglio gordiano. In pratica gli indebitamenti massicci della società americana (nel 2006 il debito complessivo ammontava a più di 48.000 miliardi di dollari) non sono altro che la linfa vitale per far lievitare la montagna di derivati sul credito. Ed è questa dinamica che mantiene bassi i tassi di interesse, proprio perché l'indebitamento si alimenta con ulteriore indebitamento. In passato le Banche commerciali garantivano prestiti con l'apertura di un mutuo che veniva poi saldato nel tempo alla banca stessa, oggi la funzione delle banche è solo quella di dare origine ad un mutuo per poi metterlo a disposizione di investitori attraverso derivati denominati Collateralized Debt Obligations (CDO) in tal modo la banca o la finanziaria<sup>6</sup> non necessitando esclusivamente di capitale suo tende a trasferire il rischio sul mercato senza dover compromettere le relazioni di clientela fra la parte che trasferisce il rischio di credito (protection buyer) e il creditore a cui questo rischio si riferisce (reference entity).

Tra i Credit Derivatives quello più usato è il Credit Default Swap. Più in generale uno Swap è un contratto mediante il quale due soggetti si impegnano nello scambio di flussi monetari reciproci, in entrata o in uscita, a una data prefissata con la conseguente liquidazione del saldo a favore di una delle parti per cui il CDS è un accordo tra un'acquirente ed un venditore per mezzo del quale il compratore paga un premio periodico a fronte di un pagamento da parte del venditore in occasione di un evento relativo ad un credito (come ad esempio il fallimento del debitore) cui il contratto è riferito. Il CDS viene sempre più utilizzato con la funzione di polizza assicurativa o copertura per il sottoscrittore di un'obbligazione. Tipicamente la durata di un CDS è di cinque anni, sebbene essendo un derivato scambiato sul mercato over-the-counter<sup>7</sup> è possibile stabilire qualsiasi durata. Come risulta evidente dalla Figura 2 negli ultimi due anni assistiamo ad una vera esplosione dei CDS.

---

cerca di raggiungere tale obiettivo suddividendo i rischi in una pluralità di operazioni, una operazione "andata bene" può bilanciare diverse operazioni senza ritorno

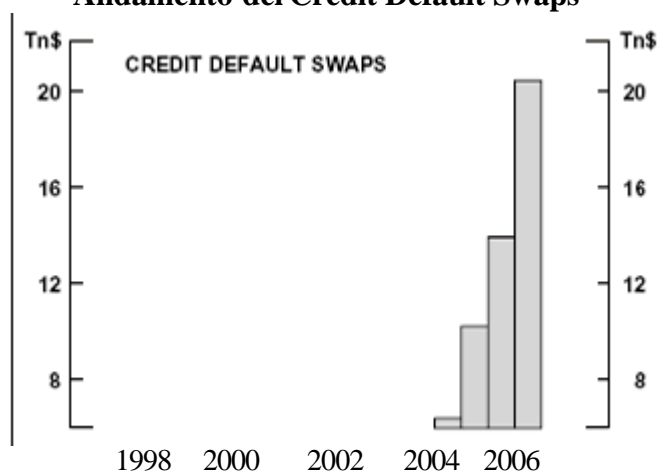
I gruppi finanziari di riferimento in genere hanno una molteplicità di interessi ed hanno società collegate che si interessano di servizi *a monte e a valle*: tipici i servizi di vendita degli immobili pervenuti nell'attività di riscossione dei mutui ipotecari, che attualmente occupano il 60% di questo mercato.

<sup>6</sup> E' il caso di Fannie Mae, Freddie Mac e della Federal Home Loan Banks tre compagnie private sponsorizzate dal governo americano (in grado di finanziarsi attraverso la Federal Reserve) e quotate in Borsa che garantiscono mutui e collaterali. che hanno subito perdite sul lungo periodo. Infatti i loro derivati sui prestiti effettuati non hanno fatto altro che magnificare ulteriormente le perdite

<sup>7</sup> I mercati Over The Counter (mercati OTC) sono caratterizzati dal non avere un regolamento. Sono mercati la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. I mercati sono il complesso delle operazioni di compravendita di titoli che non figurano nei listini di borsa la cui funzionalità è organizzata da alcuni attori e le caratteristiche dei contratti che vengono negoziati non sono standardizzate.

Il caso più tipico è quello dello sportello bancario: un risparmiatore decide di trattare dei titoli e la banca internalizza la transazione e gli cede propri titoli o li acquista da lui a prezzi prefissati. Un'operazione del genere può essere attuata dalla banca per qualunque strumento finanziario tranne che per le azioni, per le quali vige l'obbligo di contrattazione degli scambi in Borsa.

**Figura 2**  
**Andamento dei Credit Default Swaps**



Fonte: Bank of International Settlement

I CDS permettono di speculare sulle variazioni del debito di una società o di una istituzione pubblica con la realizzazione di grossi profitti sulla base del fatto che se tale società o istituzione versa in difficoltà, è possibile acquistare il debito, solitamente espresso in obbligazioni, a prezzo scontato. In realtà accade che la speculazione consiste nel garantirsi la differenza tra il prezzo dell'obbligazione e quello scontato senza spendere un soldo. Allora il debitore insolvente per evitare il fallimento sarà costretto ad effettuare contratti per derivati in maniera da rimandarlo facendo lievitare così la differenza di prezzo, continuamente amplificata, che va in genere alla banca o all'istituto finanziario cui deve danaro. Così i bassi tassi di interesse americani e giapponesi hanno favorito l'indebitamento crescente di istituzioni<sup>8</sup> imprese e famiglie che hanno utilizzato capitali a credito o per ulteriori investimenti finanziari o per speculare sul mercato immobiliare. Tali indebitamenti sono andati ad alimentare continuamente i derivati sul credito che sono strumenti incontrollabili. Secondo le stime di uno studioso ogni dollaro di capitale investito garantisce 20 o 30 dollari di capitale a prestito. In sostanza quando si sottoscrive un contratto credit derivative come collaterale al debito non si fa altro che accettare l'illusione che una variazione del tasso di interesse sul debito contratto non incida sul debitore, anzi una eventuale oscillazione verso il basso gli garantirebbe addirittura dei guadagni. L'ingenuo sottoscrittore del derivato, convinto che sia a costo zero perché il contratto è praticamente un geroglifico incomprensibile, non fa altro che sottoscrivere un contratto per il quale dovrà effettuare alla banca o all'istituto finanziario risarcimenti crescenti in maniera esponenziale fino alla bancarotta.

E' un po' quello che è successo anche in Italia a molte imprese e addirittura a Comuni e Regioni che hanno contratto derivati con banche spregiudicate, completamente libere di agire sul "mercato" (grazie alla deregulation tanto amata dai cosiddetti "riformatori") continuando così a rinviare il fallimento semplicemente accumulando esponenzialmente indebitamento. Tra l'altro questi Swap possono anche essere venduti o acquistati, come una qualsiasi obbligazione, una volta scaduti ed in genere vengono riacquistati dalle imprese o da Istituzioni pubbliche che continuano ad essere in debito con le banche o con le finanziarie. Ed è questa dinamica che ha generato un indebitamento di 100 milioni di euro alla Regione Piemonte o che ha fatto fallire il Comune di Taranto ed una infinità di altri comuni italiani (come riferito dalla trasmissione televisiva Report). Questo in un paesino come l'Italia in cui i derivati sono ben piccola cosa. Figuriamoci cosa è accaduto e cosa continuerà ad accadere in un paese come gli Stati Uniti. Infatti al 30 giugno 2006 gli swaps e le options sui tassi d'interesse e sulla moneta riferiti dall'ISDA (International Swaps and Derivatives Association)

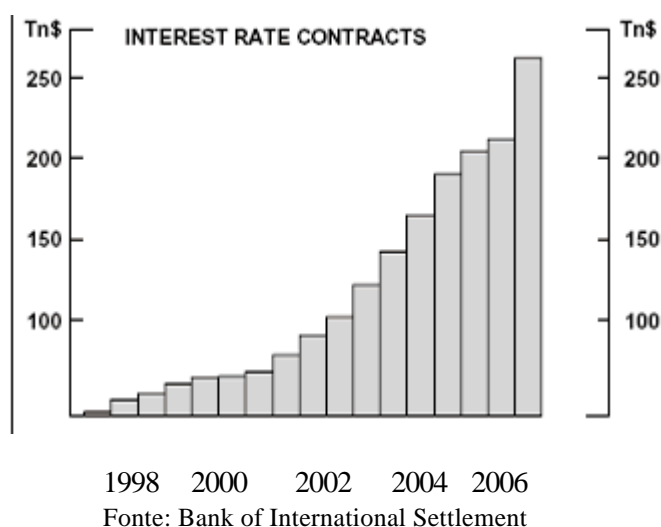
<sup>8</sup> Il debito del governo federale USA alla fine dell'anno fiscale 2007 è di 9000 miliardi di dollari ed ha subito una impennata a partire dal 1982.

ammontavano a 213 mila miliardi con un aumento annuo del 16% (29.600 miliardi). Nello stesso periodo gli swaps sulle insolvenze creditizie (derivati sul credito) sono aumentati di 4.000 miliardi, ovvero del 48%. Queste sono vere e proprie armi di distruzione di massa come ha dichiarato Warren Buffet

Oltre ai credit derivatives ci sono poi gli Interest Rate Derivatives, piu' semplici, che si riducono, principalmente ma non solo, a due tipi base: Quello in cui due parti indebitate con altri si scambiano il pagamento degli interessi, e quello in cui si scommette sul movimento dei tassi di interesse al di sopra o al di sotto di un certo livello preso come riferimento. Questi strumenti, una sorta di futures denominati Interest Rate Contracts, hanno via via preso piede arrivando a costituire alla fine del 2006 il 69% dei derivati presenti sui mercati secondari corrispondenti ad un valore pari a 292 mila miliardi di dollari secondo la Bank of International Settlement.

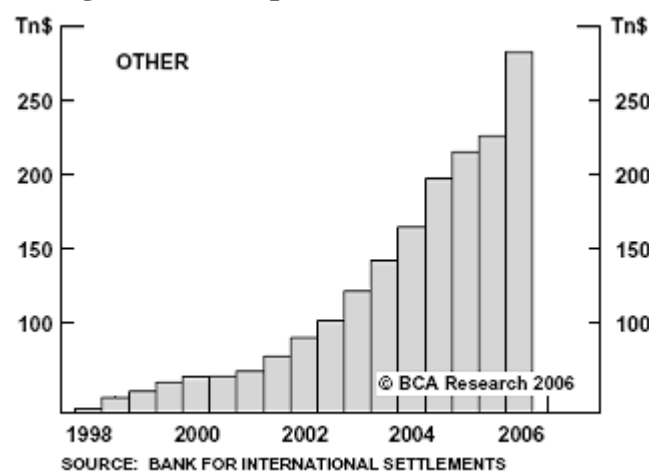
In Figura 3 viene rappresentato l'ammontare crescente degli Interest Rate Contracts

**Figura 3 Interest rate Contracts**



Nella Figura 4 viene rappresentato l'andamento degli altri tipi di derivati sul credito sempre nello stesso periodo<sup>9</sup>

**Figura 4 Altri tipi di Derivati sul Credito**



<sup>9</sup> Per una introduzione generale sulle varie tipologie di derivati sul credito vedi "Introduction to Credit Derivatives" di Vinod Kothari. Un paper tratto dal volume "Credit Derivatives and Synthetic Securitisation"

Allorché inizia una fase di insolvenza dei debiti acquisiti i collaterali su tali debiti, ossia i credit derivatives, iniziano a collassare e poiché sono di difficile valutazione da parte delle banche o delle finanziarie private non vengono più accettati come collaterali. Nel mese di agosto i prestiti insolventi negli Stati Uniti ammontavano a più di 300 miliardi di dollari per cui vi fu la tendenza a disfarsi dei derivati sul credito per investire altrove e le banche, dopo aver tentato di contrastare il fenomeno, si trovarono nella condizione di ridurre il valore di tutti gli effetti legati al credito. Ormai, come afferma Mike Whitney 1700 miliardi di dollari in Credit Derivative sono diventati il flagello di Wall Street. E le Banche? Rischiano grosso, persino la bancarotta<sup>10</sup>. Cosa potrebbe accadere se i correntisti venissero a conoscenza di una condizione critica di questo genere? Ebbene occorre sapere che negli ultimi anni l'andamento positivo della Borsa è stato garantito dalla sottoscrizione dei credit derivatives<sup>11</sup> (che vengono annoverati nel settore della "finanza strutturata" in cui sono presenti molti altri prodotti finanziari). Ed è per questo motivo che si è verificata una debacle finanziaria che ha alla sua base i derivati del credito condizionati a loro volta dalle insolvenze. La Fed non poteva fare altrimenti, ha abbassato il tasso di interesse per riavviare la dinamica del credito che pur favorendo un aumento del prezzo dei titoli ripropone nuovamente il rischio legato alle insolvenze che condiziona il mercato dei derivati sul credito. Si continua ad alimentare il maelstrom della finanza speculativa che come un vampiro sta aspirando sempre più capitale a scapito degli investimenti produttivi. Un passo in avanti verso il baratro.

Ottobre 2007

---

<sup>10</sup> Il 17 agosto 2007 la banca tedesca Sachsen LB ha subito un tracollo, mentre a metà settembre lunghe file di correntisti premevano agli sportelli della Northern Rock Bank in Gran Bretagna che aveva maturato ipoteche per 200 miliardi di dollari e quindi non aveva riserve per restituire i loro risparmi. Mentre le banche americane come Citigroup, JP Morgan, Chase e Bank of America si sono consorziate per cercare di reagire alla crisi creando un fondo di circa 100 miliardi di dollari per favorire gli investitori a riacquistare opzioni collegate al credito, ma molti osservatori ritengono non solo insufficiente tale iniziativa ma addirittura dannosa per il sistema del credito. Il Wall Street Journal del 23 Ottobre 2007 riporta le perdite sostenute da Merrill Lynch pari a 2,24 miliardi di dollari (quasi tre dollari ad azione) per aver sottoscritto 4,5 miliardi di dollari in effetti legati al debito ed ha registrato un deprezzamento pari a 790 milioni di dollari dei suoi credit derivatives. Intanto il suo CEO Stanley O'Neal lo scorso anno ha guadagnato 51 milioni di dollari per una gestione piuttosto allegra degli investimenti di Merrill. In Agosto le due compagnie MBIA e Ambac che garantiscono il ripagamento delle obbligazioni e degli interessi sono ormai in fallimento in conseguenza della continua crescita dell'indebitamento che ha raggiunto nel complesso 1900 miliardi di dollari.

<sup>11</sup> I cinesi ad esempio sono in possesso di 103 miliardi di dollari in Credit Derivatives americani ormai divenuti spazzatura