

Derivati: si amplia il rischio di un crack

Si discute sui pericoli per i mercati finanziari dovuti alla diffusione dei nuovi strumenti derivati

■ ANTONIO FOGLIA (*)

Le violente fluttuazioni dei mercati obbligazionari europei negli ultimi mesi hanno portato alla ribalta gli strumenti finanziari derivati, come i contratti futures e le opzioni. Questi strumenti finanziari, il cui uso ha cominciato a diffondersi negli anni '80, devono il loro successo commerciale al fatto che rendono possibile il trasferimento di posizioni di rischio tra gli operatori in modo flessibile e con costi molto contenuti. Si tratta infatti di scommesse contrattuali il cui esito dipende dal movimento del prezzo di una attività finanziaria da cui, appunto, derivano.

Contratti derivati e opzioni sono però ora accusati di permettere agli operatori di lavorare con una leva finanziaria forse eccessiva. Il rischio più evidente della leva finanziaria risiede nella possibilità di moltiplicare gli utili e le perdite ottenibili da una posizione. Tramite la leva finanziaria, operatori aggressivi possono inoltre prendere posizione molto elevate sui mercati, tali forse da influenzare i prezzi, utilizzando solo una piccola frazione delle risorse finanziarie altrimenti necessarie.

Di fronte a questi sviluppi della tecnica finanziaria, le autorità monetarie e finanziarie stanno studiando da anni il modo di controllare che banche ed intermediari finanziari non si esponano ad operazioni che potrebbero compromettere la loro stabilità patrimoniale. Una grave e imprevedibile insolvenza metterebbe infatti a rischio l'intero sistema finanziario mondiale oramai fortemente integrato.

Il controllo sui singoli istituti è tuttavia piuttosto difficile sia per la natura a volte complessa dei contratti derivati, sia perché spesso rappresentano impegni fuori bilancio. L'attenzione delle autorità è rivolta da un lato verso il controllo dell'esposizione dei singoli istituti alle oscillazioni dei prezzi e dall'altro alla fitta rete di rapporti di credito che lega gli operatori e che rende tutti vulnerabili all'insolvenza di una controparte.

Il maggiore rischio dei prodotti finanziari derivati potrebbe però non

essere là dove lo si sta cercando. Forse non è stata per ora dedicata sufficiente attenzione ai legami tecnici tra i mercati dei contratti derivati ed i mercati delle attività finanziarie sottostanti. Inoltre non sono ancora state studiate le conseguenze dell'attivazione simultanea da parte dei singoli operatori delle tecniche di protezione dai rischi in situazioni di mercato caratterizzate da violente oscillazioni dei prezzi.

Eventi straordinari che causano violente oscillazioni di prezzo sono un fenomeno ricorrente nella storia della finanza. I modelli probabilistici normalmente usati dagli operatori nella gestione dei loro rischi devono ricorrere a funzioni matematiche semplificate che tendono a sottostimare la probabilità di oscillazione particolarmente ampie dei prezzi. Vi è quindi il rischio che l'insieme degli operatori sia sistematicamente impreparato a fronteggiare eventi straordinari.

Il pericolo maggiore risiede proprio nelle tecniche adottate dagli intermediari specializzati per fronteggiare le oscillazioni di prezzo. Gli intermediari che creano e vendono opzioni e contratti derivati normalmente mantengono una posizione nell'attività finanziaria sottostante che rappresenta una frazione dell'impegno effettivo a scadenza dei contratti creati. Tale frazione, è sufficiente a creare, per piccoli movimenti di prezzo, un utile e una perdita all'intermediario simmetrici alla perdita o all'utile che, secondo il modello, la loro posizione in opzioni o derivati dovrebbero generare.

Per quanto complessi, i modelli soggiacenti a queste tecniche pongono strategie in fondo banali. Se i prezzi aumentano, gli intermediari devono comprare una posizione crescente, e viceversa, per quantità normalmente più che proporzionali alla variazione del prezzo.

La leva finanziaria impone inoltre a chi usa i derivati per prendere posizioni di rischio una ferrea disciplina di contenimento delle perdite per bloccare l'erosione del capitale amplificata dalla leva. Anche questi operatori, in caso di variazioni ampie

dei prezzi, sono potenziali venditori nei ribassi e compratori nei rialzi.

L'effetto sul mercato di ordini crescenti di vendita a fronte di prezzi cedenti è stato collaudato nell'ottobre del 1987 a Wall Street. A scatenare ondate automatiche di ordini di vendita fu la tecnica dell'«assicurazione di portafoglio» che si proponeva di ridurre le perdite liquidando progressivamente le posizioni in caso di ribasso dei corsi sulla base di modelli molto simili a quelli utilizzati dagli intermediari specializzati nella gestione dei contratti derivati e delle opzioni. I risultati sono noti.

Nel 1987 la diffusione della tecnica di «assicurazione» a 60 miliardi di dollari di portafogli su una capitalizzazione di borsa di quasi 4 mila miliardi di dollari ne decretò il fallimento operativo perché il mercato non riuscì ad assorbire il volume in vendita da essa stessa generato. Oggi, a fronte di una valutazione complessiva dei mercati mondiali delle azioni e delle obbligazioni di tutti i Paesi di circa 20 mila miliardi di dollari, l'ammontare del valore dei contratti derivati sarebbe già di 16 mila miliardi. Anche tenendo conto che queste due cifre non si prestano a un confronto puntuale tra i due mercati, gli ordini di grandezza sembrano pericolosamente squilibrati.

È quindi urgente riportare l'attenzione sui volumi latenti di ordini di vendita in un ribasso o di acquisto in un rialzo generati dal crescente uso dei contratti derivati e delle opzioni. Questi ordini potenziali dovrebbero essere contenuti nell'ambito di volumi che il mercato dell'attività finanziaria soggiacente ai contratti derivati può assorbire senza subire variazioni troppo vistose di prezzo.

In caso contrario un evento straordinario che causasse una variazione dei prezzi considerevole, potrebbe scatenare ondate di ordini che rafforzerebbero ulteriormente il movimento dei prezzi. L'effetto di un simile processo che si auto rinforza su mercati globali e fortemente integrati potrebbe essere micidiale.

* Banca del Ceresio, Lugano

(articolo già pubblicato su «Il Sole-24 Ore» di mercoledì 6 aprile)