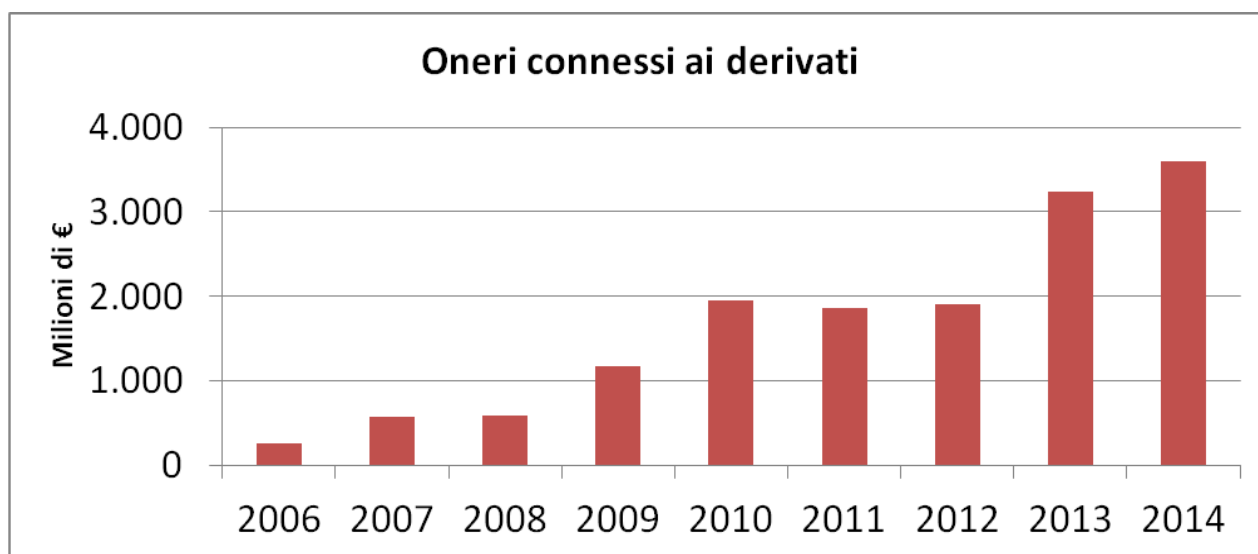


# Il problema dei derivati

*Nens*

La questione dei derivati continua ad emergere nel dibattito politico italiano. Si tratta di un problema molto rilevante su cui sarebbe necessario fare chiarezza. In questo documento nens cerca di fare il punto della situazione.

Il nozionale complessivo del portafoglio in strumenti derivati stipulati dall'Italia ammontava, secondo quanto riportato dal MEF, al 31/12/2014 a circa 160 mld di euro. Il MEF ha riportato la seguente decomposizione del portafoglio in derivati: 8% Interest Rate Swap di copertura, 2% Interest Rate Swap "ex-ISPA", 13% Cross Currency Swap, 12% Swaption, 65% Interest Rate Swap di "duration". Come dettagliato in Figura 1, negli ultimi 9 anni la stipula di tali contratti ha comportato una spesa per interessi aggiuntiva rispetto a quella legata alle emissioni di Titoli di Stato, gravando sui conti pubblici per un ammontare complessivo di 15 miliardi di euro.



Oltre a produrre un incremento della spesa corrente, il portafoglio in derivati configura perdite potenziali anche per i prossimi anni, essendo il valore di mercato al 31/12/2014 negativo per l'Italia di circa 42 miliardi di euro. Tale valore di mercato secondo i dati del MEF è dovuto a valori di mark to market negativi per 33,1 miliardi di euro relativi agli Interest Rate Swap di "duration", per circa 9 miliardi di euro relativi alle Swaption e per circa 1,5 miliardi relativi agli Interest Rate Swap "ex-ISPA", compensati in misura marginale da valori di mark to market positivi per circa 1 miliardo relativo ai Cross Currency Swap e per circa 600 milioni di euro relativi agli Interest Rate Swap di copertura.

Si osserva che la gran parte delle perdite potenziali è ascrivibile a strategie di operatività in derivati di carattere speculativo. Infatti i c.d. Interest Rate Swap di "duration" sono contratti in cui l'Italia si impegna a corrispondere alle controparti flussi di pagamenti a tasso fisso ed a ricevere flussi variabili. Essendo la gran parte dei titoli di Stato italiani in circolazione a tasso fisso una tale strategia di fatto equivale ad una scommessa in cui si "raddoppia la posta": si realizza un guadagno

se i tassi salgono mentre si va in contro a ingenti perdite se i tassi scendono. In una situazione di mercato come quella attuale, con tassi di interesse vicini allo zero, un portafoglio di derivati i cui pagamenti sono prevalentemente ancorati a tassi fissi contrattualizzati anni fa espone lo Stato a perdite potenziali nel medio-lungo periodo garantendo alle banche d'affari buoni profitti. Inoltre la vendita di Swaption ha comportato un incremento dell'esposizione al rischio da parte dell'Italia, a fronte di un premio ricevuto dalle controparti in termine di up-front o di risparmio sulla spesa per interessi su contratti in essere.

L'esposizione dell'Italia ad un elevato valore di mark to market negativo in relazione al nozionale complessivo del portafoglio in derivati manifesta l'elevata probabilità che le perdite potenziali si traducano in perdite effettive. Una stima di tale probabilità può essere ottenuta considerando un contratto di Interest Rate Swap con caratteristiche di nozionale, fair value e durata coerenti con quelle medie del portafoglio in derivati dell'Italia ricostruite con le poche informazioni pubbliche disponibili. Un simile IRS vedrebbe dunque l'Italia pagare un fisso contro variabile su un nozionale pari a 160 miliardi di euro, ed il fair value alla data di valutazione sarebbe negativo di 42 miliardi di euro; questo fair value corrisponde ad una probabilità implicita del 99,5% di esborsi a carico dell'Italia per i prossimi due anni, con un esborso medio pari a circa 6,5 miliardi. Nei prossimi tre anni tale probabilità implicita è del 98% con un esborso medio pari a circa 9 miliardi e nei prossimi 6 anni si ha una probabilità del 95% di esborsi pari in media a 15 miliardi.

Si ricorda inoltre che oltre alla vendita delle swaption, l'Italia ha concesso alle proprie controparti, in relazione a diversi contratti derivati, opzioni di early termination che prevedono la chiusura anticipata di una posizione con liquidazione del corrispondente mark to market. Alla luce delle stime probabilistiche suesposte, non sarebbe particolarmente sorprendente se fossero già avvenute – nel periodo trascorso dall'inizio dell'indagine conoscitiva presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati – chiusure anticipate di contratti o comunque pagamenti corrisposti dall'Italia a favore delle controparti e relativi al portafoglio in derivati.

Per tale motivo destano preoccupazione i rumors circolati nelle settimane passate, secondo cui la Presidenza del Consiglio sarebbe in procinto di imporre il segreto di Stato sull'attività in derivati del MEF. Si alimenterebbe il timore che una simile decisione sia in realtà funzionale ad impedire agli organismi preposti al controllo dell'attività del MEF ed all'opinione pubblica di conoscere eventuali operazioni di chiusura anticipata e liquidazione di derivati particolarmente onerosi sulle pubbliche finanze come avvenne per il caso 'Morgan Stanley' nel 2011.

Peraltro a supportare una simile speculazione è la circostanza che il segreto di Stato dovrebbe in tale caso avere una valenza *ex-nunc* e quindi non potrebbe riguardare l'operatività in derivati già conclusa ma solo quella per la quale potrebbero essere in corso in queste settimane trattative riservate tra il MEF e le controparti bancarie.