



upb

ufficio
parlamentare
di bilancio

I derivati: natura e conseguenze sul bilancio pubblico

di

Chiara Goretti

Associazione stampa parlamentare
Roma, 19 giugno 2015

Indice della presentazione

- ✓ Definizioni e finalità
- ✓ Le condizioni di contesto
- ✓ Evoluzione del fenomeno e quadro attuale
- ✓ Rischi e certezze
- ✓ Alcune conclusioni

I derivati: definizione e tipologie

Contratti il cui valore dipende da quello di un'attività sottostante (azioni, tassi di interesse o di cambio, merci, indici di mercato, crediti ...)

Principali tipologie in base alla modalità di negoziazione:

- Contratti negoziati sui mercati regolamentati
 - ✓ Transazioni su standard contrattuali
 - ✓ Meccanismi di compensazione (*clearing houses*) che determinano le posizioni nette dei contraenti, con versamenti di margini a fronte delle posizioni aperte
 - ✓ Meccanismi di garanzia del buon esito delle transazioni
- Contratti negoziati *over the counter* (OTC)
 - ✓ Clausole contrattuali note alle sole parti contraenti
 - ✓ Maggiore flessibilità e minore trasparenza
 - ✓ Minore protezione dal rischio di controparte

Principali tipologie in base alla struttura dei contratti

- Contratti a termine:
 - ✓ Scambio a scadenza di un sottostante a un prezzo prefissato
 - *Forward* (contratti bilaterali OTC)
 - *Future* (contratti standardizzati quotati sui mercati regolamentati)
- *Swaps*:
 - ✓ Scambio per un periodo di tempo di flussi monetari futuri secondo modalità prefissate
 - Su tassi: *interest rate swap* (IRS), di tipo *cap*, *floor* o *collar*
 - Su cambi: *cross currency swap* (CCS), sia sugli interessi che sul capitale
 - Su crediti: *credit default swap* (CDS), copertura dal rischio di controparte
 - Su altre attività (*commodity swaps*, *equity swaps*, *volatility swaps*)
- Opzioni: *put* (vendita) o *call* (acquisto)
 - ✓ Apertura di *swap* a scadenze e a condizioni prefissate (tasso *strike*) o aumento del valore nominale di *swaps* in essere (*swaptions*)
 - ✓ Chiusura anticipata di *swaps* (*early termination clauses*)

Principali finalità dei derivati

- Coprirsi dal rischio di volatilità del valore del sottostante (*hedging*)
 - ✓ Bilanciamento dei rischi compensando posizioni corte e lunghe (ribassiste e rialziste)
- Speculare sulla variazione del valore dell'attività sottostante
 - ✓ Margini elevati di profitto grazie all'effetto leva (rapporto tra profitti attesi e capitale impiegato)
- Lucrare il margine di arbitraggio tra posizioni aperte su mercati diversi
 - ✓ Sfrutta le variazioni delle quotazioni tra mercati diversi invece della variazione delle quotazioni nel tempo

Finalità perseguite dalle Amministrazioni Pubbliche

Oltre alle finalità sopra menzionate (copertura, speculazione e arbitraggio), i derivati possono essere utilizzati dalle Amministrazioni pubbliche per ulteriori finalità :

- Modificare la *duration* del debito
 - ✓ Stipula di derivati con scadenza più lunga rispetto a quella media del debito per allungare la *duration* e limitare i rischi di tasso connessi al *roll-over*, senza ridurre eccessivamente le emissioni sui mercati a breve termine
- Costituire progressivamente il capitale necessario al rimborso di titoli di tipo *bullet*
 - ✓ *Bullet amortizing swaps*, utilizzati dalle Amministrazioni locali a fronte di emissioni *bullet*
- Differire nel tempo oneri per indebitamento o realizzare entrate temporanee
 - ✓ Abbellimento temporaneo dei conti pubblici (*window dressing*)

La valutazione dei derivati (*pricing*)

- **Valore nozionale** (costante): riferimento contabile cui è commisurato il calcolo dei flussi di pagamento → fornisce una misura del volume delle negoziazioni
 - **Valore di mercato** (*fair value*, variabile nel tempo): valore attuale dei flussi futuri in base alla evoluzione attesa della variabile sottostante → rappresenta la perdita o il guadagno che si determinerebbe per il contraente se il contratto fosse chiuso all'istante
- ✓ Metodi di determinazione:
- *mark to market*, per i contratti standard, quotati sui mercati regolamentati;
 - *mark to model*, per i contratti non standard, il cui *pricing* si basa sulle stime di modelli che simulano l'andamento del mercato → valutazione complessa in caso di prodotti strutturati o contratti collegati tra loro
- **Valore di rischio**: valore attuale dei flussi futuri nel caso di un'evoluzione particolarmente sfavorevole della variabile sottostante → rappresenta il rischio potenziale associato al contratto, che deve essere noto alle parti contraenti, congiuntamente alla relativa probabilità



Tipologie di derivati in base alla loro valutazione di mercato all'origine

- Contratti PAR:
 - ✓ Il *fair value* del contratto è nullo → gli impegni delle due parti contraenti sono finanziariamente equivalenti
- Contratti convessi
 - ✓ Il *fair value* del contratto è sbilanciato a favore di una parte, la quale, conseguentemente, paga all'altra un premio (*up front*).
 - Un esempio sono gli *off-market swaps* che possono essere stipulati con la finalità:
 - di ottenere il premio al momento della stipula
 - di rinegoziare posizioni in essere per le quali è maturato nel tempo un valore di mercato negativo

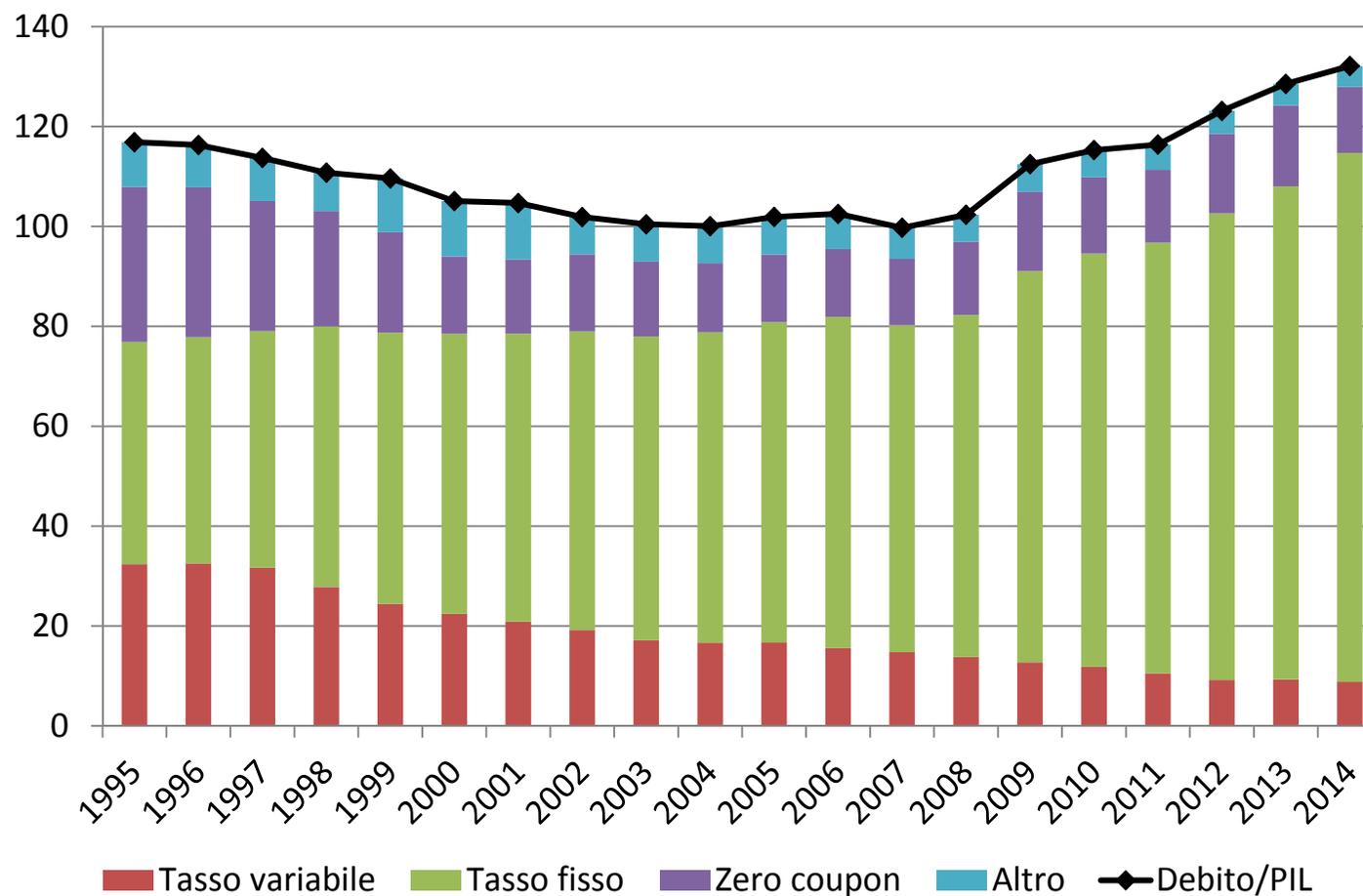


Esempi applicativi rilevanti

- **Swap su interessi per finalità di copertura:**
 - ✓ Nel caso di emissioni di titoli a tasso variabile, il Tesoro può ritenere opportuno coprirsi dal rischio di aumento di tassi stipulando uno *swap* che preveda lo scambio, per un periodo pari a quello del titolo emesso, di un flusso di interesse a tasso fisso (a pagare) contro un flusso di interesse a tasso variabile (a ricevere). Il vantaggio è rappresentato dalla prevedibilità dell'onere complessivo, pari al tasso fisso *swap*. Il rischio è la rinuncia al beneficio che si determinerebbe qualora i tassi di mercato scendessero (in tal caso, infatti, lo *swap* darebbe origine a un flusso netto di pagamenti)
- **Swap su interessi per finalità di aumento della *duration*:**
 - ✓ Al rinnovo di titoli a tasso fisso si determina il medesimo rischio di tasso sopra descritto per i titoli a tasso variabile. Le nuove emissioni potranno infatti risultare più onerose di quelle in scadenza nel caso in cui i tassi correnti siano nel frattempo aumentati. Per ridurre il rischio di tasso, la gestione del debito pubblico può quindi prefiggersi l'obiettivo dell'allungamento della *duration* (vita media del debito ponderata per il valore attuale delle emissioni). Tale obiettivo può essere perseguito sia mediante una politica di emissioni a lungo termine, sia mediante la sottoscrizione di *swap* su interessi (fisso a pagare contro variabile a ricevere) di durata superiore a quella media del debito. Tali contratti, non collegati a emissioni a tasso variabile, ma posti a fronte dell'intero portafoglio al fine di aumentarne la *duration*, presentano il medesimo rischio dei derivati di copertura (rinuncia ai risparmi nel caso di riduzione dei tassi di mercato)
- **Swap con *up-front*, con finalità di *window dressing***
 - ✓ La stipula di *swap* è stata nel passato motivata, non dall'esigenza di coprirsi da rischi futuri di tasso, bensì dall'esigenza di ottenere una riduzione degli oneri correnti per il servizio del debito. Tale obiettivo è stato ottenuto mediante contratti che prevedevano flussi di pagamento non equivalenti tra le parti, bensì sbilanciati a scapito del Tesoro. A compensazione di tale sbilanciamento (che avrebbe portato nel futuro un flusso netto di pagamenti a carico del Tesoro) veniva previsto il versamento di un prezzo iniziale (*up-front*), che consentiva un temporaneo miglioramento del saldo del bilancio pubblico. Con i criteri contabili attualmente vigenti, l'*up-front* va ad aumentare il debito
- **Vendita di *swaptions*, con finalità di *window dressing***
 - ✓ La cessione alla controparte del diritto di entrare, a una data prefissata, in uno *swap* con il Tesoro a un tasso prefissato (tasso *strike*) non presenta finalità di copertura dal rischio, bensì espone il Tesoro al rischio: la controparte eserciterà infatti l'opzione solo nel caso in cui, alla scadenza prefissata, il contratto determini un flusso di pagamenti netti a carico del Tesoro. La finalità del contratto è quindi rappresentata dal prezzo di vendita dell'opzione (spesso incassato in forma rateale, a valere sulla riduzione dei tassi a pagare di altri contratti in essere con la medesima controparte) con finalità di *window dressing*. Il prezzo dell'opzione può risultare particolarmente elevato nel caso in cui il tasso *strike* risulti molto vantaggioso per la controparte

LE CONDIZIONI DI CONTESTO

Il debito pubblico in Italia – 1/3



Il debito pubblico in Italia – 2/3

- Tra il 1995 e il 2004 il debito pubblico è diminuito di quasi 17 p.p. (al 100% del PIL) ...
 - ✓ consolidamento conti pubblici per entrare sin dall'inizio nell'area dell'euro
 - ✓ calo dei tassi di interesse
- ... per poi aumentare tra il 2005 e il 2014 di 32 p.p. (al 132,1 per cento; 125,9 se si escludono i debiti commerciali della PA, il contributo italiano al capitale dell'ESM e il sostegno finanziario ai paesi della UEM in difficoltà attraverso prestiti bilaterali o l'EFSF)
 - ✓ prolungato periodo di crisi
 - ✓ turbolenza nei mercati finanziari, crisi del debito sovrano

Il debito pubblico in Italia – 3/3

- È **più complessa** la gestione del debito pubblico (sostituzione dei titoli in scadenza) ed è **più problematico e costoso il collocamento** dei titoli pubblici per coprire nuove esigenze finanziarie
- Tra il 1995 e il 2014 il debito è stato in media finanziato per circa l'83% con l'emissione di titoli pubblici (oltre 1.800 miliardi nel 2014)
- Nella prima parte dell'arco temporale, in un contesto di prevedibile aumento dei tassi di mercato, è stata **accresciuta la quota di titoli di stato a tasso fisso**
 - ✓ principalmente attraverso la politica di emissione, ma anche, in minore misura, attraverso il **ricorso a operazioni in derivati**

La *governance* nel MEF – 1/2

- Legge finanziaria 1985 autorizza il Ministro del tesoro a stipulare contratti derivati
- La facoltà da parte del Dipartimento del Tesoro di stipulare operazioni in derivati è specificamente menzionata in decreti ministeriali annuali
 - ✓ I **decreti «cornice» dettano** dal 2005 **le linee strategiche** della politica di emissione e **gli obiettivi** delle operazioni di ristrutturazione del debito (derivati = strumento complementare alla politica di emissione per ridurre il rischio di tasso e di cambio)
- I derivati sono stipulati dal **Direttore della Direzione II del Dipartimento del Tesoro del MEF** e ne viene data comunicazione al Gabinetto del Ministro e al Direttore Generale del Tesoro
 - ✓ Contratto “quadro” I.S.D.A. (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), che intercorre tra il MEF e le controparti, che contiene le regole generali alle quali le parti contraenti fanno riferimento per la conclusione dei singoli contratti e che disciplina la maggior parte delle azioni e degli obblighi derivanti dagli accordi conclusi

La *governance* nel MEF – 2/2

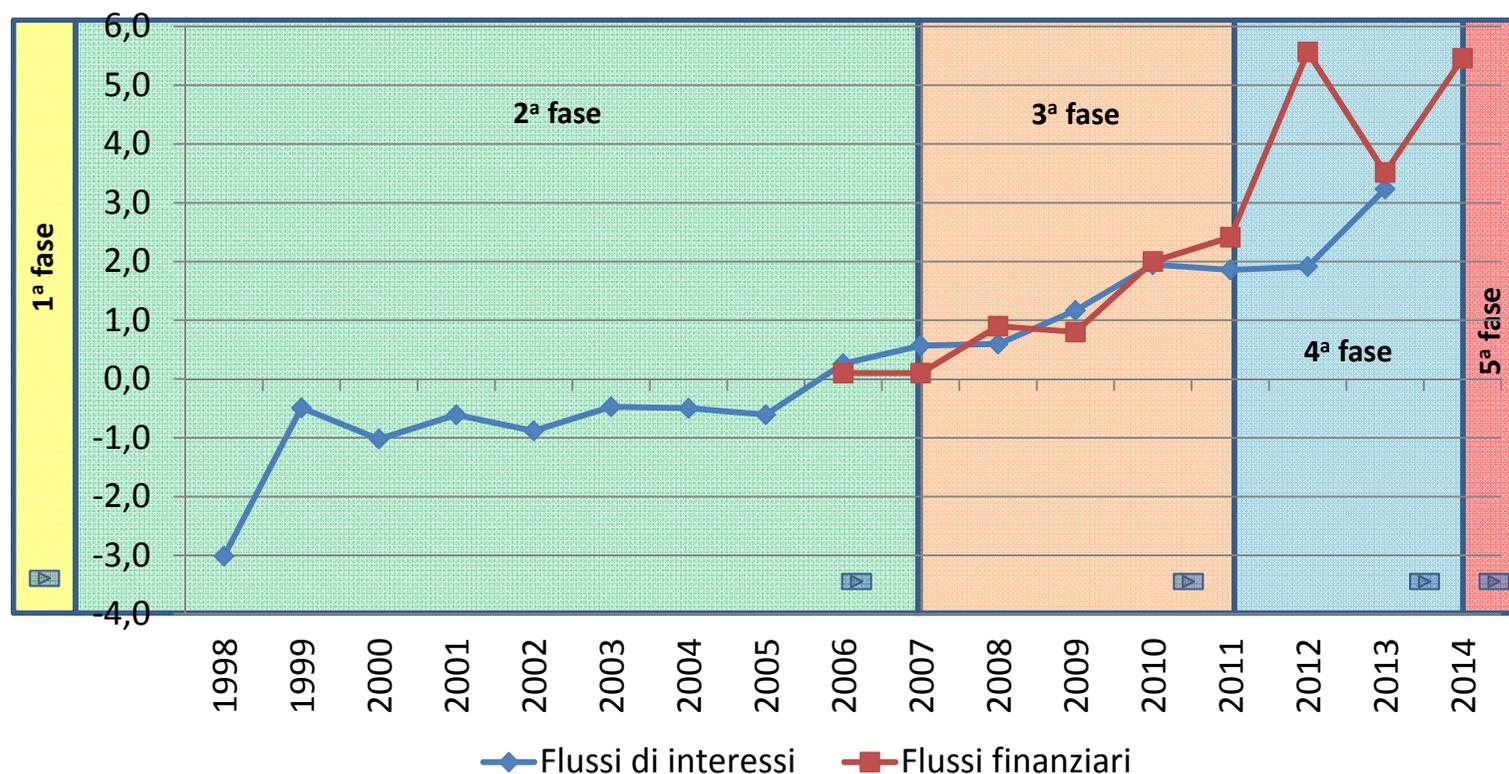
- Nell'esperienza internazionale, i paesi caratterizzati da un'attiva gestione del debito si avvalgono in genere di **strutture** (talvolta separate dal Ministero dell'Economia o delle Finanze) **che agiscono seguendo specifiche linee guida dettate a priori** dal Ministro o dal Parlamento, **e che danno conto con regolarità del loro operato** in appositi report (ad esempio BE- FR-JP-PT-UK-ES SW)
- Alcune di queste strutture sono organizzate come banche, **con un *front*, un *middle* e un *back office* e con unità appositamente dedicate al *risk management***, a loro volta **controllate da uffici di *audit* interno**
- In base alle informazioni disponibili, la Direzione II del Dipartimento del Tesoro è organizzata in uffici, le cui funzioni riflettono a grandi linee questo schema

EVOLUZIONE DEL FENOMENO E QUADRO ATTUALE

Il trattamento statistico come incentivo/disincentivo a stipulare derivati

- L'utilizzo dei derivati è stato condizionato dal trattamento statistico dei connessi flussi finanziari ai fini dei conti pubblici
 - ✓ Il maggiore ricorso dal 1998 è da porre in relazione con la rilevanza dei flussi di interesse a seguito dell'introduzione di soglie di deficit con il Patto di stabilità e crescita, ai cui fini rilevavano anche gli *up-front*
 - ✓ Un primo freno all'utilizzo di tali contratti è derivato dalla decisione di Eurostat del 2008 che ha assimilato gli *up-front* a prestiti, pur mantenendo la rilevanza dei flussi di interessi ai fini del saldo rilevante per la procedura dei deficit eccessivi (*swap exception*)
 - ✓ Il freno decisivo all'utilizzo dei contratti è derivato dall'adozione, nell'autunno del 2014, del SEC2010 che ha escluso i flussi dei contratti derivati ai fini del saldo rilevante in sede europea (fa eccezione l'incasso della vendita di *swaption* che continua a essere rilevante ai fini dei saldi) → La stipula di derivati può risultare utile a copertura dal rischio di tasso o di cambio esclusivamente ai fini del debito e non anche dei saldi
 - Tale esclusione è intervenuta in una fase in cui per molti paesi europei, inclusa la Germania, i flussi di interessi derivanti dai derivati avevano assunto un segno negativo (con l'eccezione di Paesi Bassi, Svezia e Finlandia, che mantengono flussi positivi)
 - I criteri contabili adottati dal SEC2010 si differenziano da quelli impiegati per le imprese dai principi contabili internazionali, che prevedono la registrazione nel conto economico degli interessi derivanti dagli *swaps*

Operatività in Italia – 1/5



La **linea azzurra** rappresenta i flussi di interesse derivanti dai contratti derivati che sono stati contabilizzati nell'indebitamento netto fino all'introduzione del SEC2010 (Fonte: Istat, «Sintesi dei conti ed aggregati economici delle Amministrazioni pubbliche», 21 maggio 2014, tav. 15).

La **linea rossa** rappresenta i flussi finanziari riportati nei conti finanziari sulla base dei nuovi criteri stabiliti dal SEC2010 (Fonte: Banca d'Italia, «Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati», Testimonianza del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia L. F. Signorini, 15 giugno 2015, tav. 4).

Operatività in Italia – 2/5

- Prima fase (1985-1995)
 - ✓ Utilizzo dei derivati è limitato ai *cross currency swaps* per operazioni di ristrutturazione del debito estero e per finalità di copertura dal rischio di cambio
- Seconda fase (1995-2007):
 - ✓ Utilizzo di *interest rate swaps* e *swaptions* per finalità di contenimento degli oneri correnti di servizio del debito anche mediante *up-front*
 - I criteri contabili vigenti in questo periodo consentono la contabilizzazione di tali importi a miglioramento del deficit → a questi effetti positivi temporanei corrispondono riflessi di segno opposto negli esercizi futuri (*window dressing*)
 - I contratti stipulati consentono l'incasso immediato di flussi attivi, anche di rilevante entità (circa 3 miliardi nel 1998), mentre dal 2005 il segno dei flussi netti derivanti da *swaps* si inverte e permane negativo fino ad oggi
 - ✓ Utilizzo di derivati per finalità di allungamento della *duration*
 - Le operazioni in derivati sottoscritte avevano durate prolungate, sia per spalmare su un lungo arco temporale gli effetti negativi degli *up-front* incassati, sia per allungare la vita media ponderata del debito

Operatività in Italia – 3/5

- Terza fase (2008-2011)
 - ✓ Decisione di Eurostat della primavera del 2008:
 - Gli *up-front* incassati alla stipula di *swaps* devono essere trattati come un prestito
 - L'incasso della vendita di *swaptions* continua a essere contabilizzato tra le entrate → finalità di parziale compensazione dei flussi netti negativi derivanti dagli *swaps* in essere (*window dressing*).
 - ✓ Si stipulano nuovi *swaps* su interessi con finalità assicurative, in un periodo in cui i tassi a lungo termine si collocano a livelli storicamente bassi
 - ✓ La durata media dei contratti permane elevata, con finalità di allungamento della *duration*



Operatività in Italia – 4/5

- Quarta fase (2012-2014)
 - ✓ La crisi finanziaria globale, iniziata nel 2008, coinvolge nel 2010-2011 gli emittenti sovrani, non più considerati controparti prive di rischio
 - ✓ La nuova regolamentazione della vigilanza bancaria (Basilea 3), nell'ambito di un generale rafforzamento dei requisiti patrimoniali delle banche, prevede ulteriori presidi di liquidità e patrimoniali nel caso di esposizione in derivati non collateralizzati (regolamento EMIR)
 - Obbligo di adeguamento dei requisiti patrimoniali in caso di deterioramento del merito di credito di controparti in derivati OTC (*credit value adjustment CVA*)
 - ✓ Le banche tendono a ridurre l'esposizione in derivati verso controparti sovrane con ridotto merito di credito
 - ✓ Si chiudono alcune posizioni, esercitando *early termination clauses* (Morgan Stanley), se ne rinegoziano altre per ridurre l'esposizione delle banche controparti, mediante la riduzione della durata dei contratti o il subentro di altre banche (*novation*)
 - ✓ Non si stipulano nuovi contratti, fatta salva la rinegoziazione di quelli in essere e l'esercizio di swaptions da parte delle controparti titolari delle opzioni



Operatività in Italia – 5/5

- Quinta fase (2015-....):
 - ✓ La legge di stabilità per il 2015 ha autorizzato il Tesoro a stipulare accordi di garanzia bilaterale sulle operazioni in derivati
 - Sono *credit support annex (CSA)*: le parti stabiliscono di depositare in garanzia, presso la parte creditrice, un importo pari al valore di mercato del derivato (strumento di mitigazione del rischio che riduce la necessità di capitalizzazione delle banche a fronte dell'esposizione in derivati)
 - Duplice finalità:
 - Agevolare il collocamento di titoli del debito pubblico presso il canale estero (la collateralizzazione riduce l'onere dei *cross currency swaps*)
 - Ridurre l'esposizione in derivati verso l'Italia di alcune banche
 - ✓ Per le Amministrazioni locali, è in corso una procedura per il riacquisto dei titoli *bullet* in circolazione e la contestuale chiusura dei derivati *bullet amortizing* a essi collegati (operazioni di buy back);
 - ✓ Il Ministro dell'Economia e delle finanze ha annunciato l'elaborazione di una strategia di chiusura anticipata dei contratti più onerosi sottoscritti dal Tesoro (phasing out)
 - non è stato specificato con quali modalità

Le informazioni disponibili

In Italia

- Il MEF pubblica sul sito:
 - ✓ il valore nozionale e quello di mercato per le principali tipologie di contratti derivati
 - ✓ (ancora non regolarmente, ma lo farà a breve) alcune informazioni di dettaglio sulle operazioni stipulate dalle AL, anche con controparti estere
- Dall'autunno del 2013 il MEF fornisce regolarmente alla Banca d'Italia informazioni sul valore di mercato delle operazioni stipulate dalle AC (dati disponibili dal 2004)
- La Banca d'Italia, utilizzando anche le informazioni fornite dal MEF, pubblica:
 - ✓ **Trimestralmente**, nei «Conti finanziari», il valore di mercato dei derivati stipulati dalle AC e dalle AL (per queste ultime, solo con intermediari operanti in Italia)
 - ✓ **Semestralmente**, nel «Supplemento al Bollettino statistico, Indicatori monetari e finanziari - Debito delle amministrazioni locali», il valore nozionale e di mercato delle operazioni in derivati delle AL con le controparti residenti

La situazione attuale – 1/2

Al 31/12/2014 l'esposizione del Tesoro in derivati evidenzia un valore di mercato negativo di oltre 42 miliardi (oltre un quarto del valore nozionale)

	Nozionale	Valore di mercato (MtM)	Incidenza MTM/Noz
Derivati su debito:			
<i>Cross Currency Swap</i>	21.329	1.093	5,1%
<i>Interest Rate Swap di copertura</i>	12.309	643	5,2%
<i>Interest Rate Swap di duration</i>	102.948	-33.087	-32,1%
<i>Interest Rate Swap ex ISPA</i>	3.500	-1.524	-43,5%
<i>swapiton</i>	19.500	-9.188	-47,1%
Derivati su attivi:			
<i>Interest Rate Swap su attivi</i>	3.454	-586	-17,0%
Totale derivati	163.040	-42.649	-26,2%

Fonte: Elaborazione su dati disponibili sul sito del Tesoro

La situazione attuale – 2/2

Anche le Amministrazioni locali, sebbene abbiano ridotto notevolmente le posizioni aperte, mantengono una quota di derivati collegati alle emissioni *bullet* degli anni precedenti

Operazioni in derivati delle AL con banche operanti in Italia

(milioni di euro)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Valore nozionale	31.520	26.963	23.403	18.542	13.475	11.283	10.223	9.311
Valore di mercato negativo	-902	-1.116	-1.089	-1.160	-1.338	-1.589	-1.131	-1.411

Fonte: Banca d'Italia, Supplementi al Bollettino statistico - Indicatori monetari e finanziari, Debito delle Amministrazioni locali, n. 55 del 2012, n. 13 del 2014 e n. 12 del 2015.

Operazioni in derivati delle AL

(miliardi di euro)	Banche operanti in Italia	Altre banche	Totale
Valore nozionale	9,3	15,4 (**)	24,7 (*)
Valore di mercato negativo	-1,4	nd	nd

(*) Il valore è stato ripreso dall'Audizione nell'ambito dell'«Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati» del Direttore della Direzione II del Dipartimento del Tesoro, Dott.ssa Cannata. - (**) Calcolato per differenza.

I confronti internazionali – 1/2

- Eurostat pubblica dati annuali e trimestrali forniti dai governi e dalle banche centrali sulle operazioni in derivati per singolo paese, distinti per livelli di governo (Amministrazioni centrali, Amministrazioni locali ed Enti di previdenza)
- Il confronto internazionale va fatto con cautela perché i dati presentano disomogeneità e diversi gradi di copertura:
 - ✓ non includono informazioni relative alle società partecipate pubbliche
 - ✓ non tutti i paesi riportano gli importi distinti per livelli di governo
 - ✓ non sempre sono indicati gli importi di tutti i livelli di governo
- È auspicabile che le istituzioni europee compiano uno sforzo di trasparenza per garantire l'omogeneità e la confrontabilità di questi dati

I confronti internazionali – 2/2

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bulgaria	-0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Danimarca	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,7	0,6	0,3
Germania	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Estonia	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	-0,7	-1,1	0,0
Grecia	-1,1	-1,5	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	-1,8	-2,1
Spagna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Croazia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Italia	-1,5	-1,1	-1,6	-1,4	-1,2	-1,7	-2,1	-1,8
Cipro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lettonia	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Lituania	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1
Lussemburgo	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ungheria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	0,4	1,7	1,0	-0,3
Malta	nd	nd	nd	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Paesi Bassi	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,3	1,4	2,0	1,5
Austria	-0,4	-0,1	-1,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Polonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,2
Portogallo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
Romania	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Slovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Slovacchia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,4	0,7	0,5	0,3	0,6	1,6	2,0	1,0
Svezia	1,2	0,2	-0,5	0,9	1,3	1,2	1,8	1,1

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*. Amministrazioni pubbliche; % del PIL.

RISCHI E CERTEZZE

Rischi e certezze: a) rischi fisiologici – 1/4

- I derivati sono contratti aleatori, il cui valore è correlato a quello, non conoscibile a priori, dell'attività sottostante → sono ineliminabili rischi “fisiologici”, associati anche ai contratti stipulati con finalità assicurativa
 - ✓ Rischio di mercato: connesso con un'evoluzione della variabile sottostante (tassi di interesse o di cambio) opposta a quella “coperta” dalla finalità assicurativa del contratto derivato

Es: nel caso di uno *swap* che preveda incassi a tasso variabile contro pagamenti a tasso fisso stipulato a fronte di emissioni a tasso variabile, al fine di assicurarsi che l'onere del servizio del debito sia prefissato: il prezzo pagato per tale prevedibilità è la rinuncia ai guadagni che potrebbero emergere nel caso di riduzione del tasso di interesse. In tal caso infatti, a fronte della riduzione dell'onere correlato ai titoli emessi, si determinerebbe un flusso di pagamenti connesso allo *swap*
 - ✓ Rischio di controparte: dovuto all'inadempienza di una delle parti contraenti (la valutazione dell'affidabilità della controparte formulata al momento della stipula, potrebbe subire mutamenti nel corso della durata del contratto)
 - La diversa affidabilità dei contraenti al momento della stipula si riflette in uno spread nei flussi monetari che le parti si impegnano a scambiarsi; lo spread è correlato ai valori di mercato dei *credit default swaps* associati alle due controparti, che misurano il grado di affidabilità attribuito dal mercato ai due contraenti al momento della stipula
 - ✓ Altri rischi: legali, connessi a eventuali violazioni regolamentari, operativi, in caso di errori o frodi nelle procedure, ecc ...

Rischi e certezze: b) rischi maggiorati – 2/4

- I rischi “fisiologici” possono risultare potenziati in presenza di clausole che ne aumentino la portata, incrementando l’effetto leva dei contratti e il rischio ad essi associato
 - ✓ Al rischio di mercato, misurato da determinate soglie di esposizione, possono essere associate **clausole di risoluzione anticipata dei contratti** o altre prestazioni accessorie → La parte titolare della facoltà di risoluzione anticipata del contratto tenderà a massimizzare il proprio incasso, avvalendosi della facoltà di cui dispone, in momenti che possono essere di massimo svantaggio per la controparte
 - ✓ Al rischio di controparte, possono essere associate **clausole di risoluzione anticipata dei contratti**, operative nel caso di *downgrading* di una delle due parti. In altri casi può essere previsto **l’obbligo di sottoscrizione di CDS**, che imponga ad una parte l’accollo del rischio di insolvenza di altri emittenti sovrani
 - È il caso di alcuni derivati stipulati da Amministrazioni locali, mediante i quali queste ultime si accollavano il rischio dell’insolvenza del Tesoro
 - In altri casi sono stati costituiti fondi per l’ammortamento di titoli *bullet*, investiti in titoli rischiosi di emittenti sovrani, con rischio sempre a carico dell’amministrazione locale

Rischi e certezze: c) oneri certi – 3/4

- In alcuni casi la possibilità di manifestazione di flussi di pagamenti in dipendenza di contratti derivati non è un rischio ma una certezza
 - ✓ Nel caso di contratti convessi, stipulati al fine di incassare un *up-front*, compensativo di obblighi sbilanciati tra le parti, o al fine di rinegoziare posizioni pregresse con valore di mercato negativo
 - ✓ Nel caso di vendita di swaptions, finalizzata all'incasso del prezzo dell'opzione – sovente in forma rateale, a valere sulla riduzione del flusso di interessi passivi di uno *swap* associato alla *swaption* – l'esercizio dell'opzione, con la conseguente attivazione di uno *swap*, avrà luogo esclusivamente nel caso in cui il contratto risulti favorevole per la parte acquirente l'opzione e sfavorevole per la parte venditrice

Rischi e certezze: d) profilo temporale certo – 4/4

- ✓ I criteri contabili (SEC2010) prevedono che, nel caso di stipula di contratti convessi (= valore di mercato negativo), anche ove risultanti dalla rinegoziazioni di posizioni pregresse o dall'esercizio di *swaptions*, il valore di mercato del contratto sia iscritto nel debito in via anticipata al momento dell'apertura del contratto
- Il valore di mercato negativo delle *swaptions* in essere si traduce necessariamente in un aumento del debito alle date dell'esercizio delle opzioni
 - L'esercizio di *swaptions* ha determinato un aumento del debito pubblico pari a 5,1 miliardi nell'arco di pochi mesi, a cavallo della chiusura dell'esercizio 2014 (1,8 miliardi nell'ultimo trimestre 2014 e 3,3 miliardi nei primi due mesi del 2015; cfr. in proposito l'audizione della Banca d'Italia del 19 giugno 2015);

Rischi amplificati da incertezza e limitata informazione – 1/2

- Possibili riflessi negativi futuri sui conti pubblici a fronte di miglioramenti temporanei correnti (*window dressing*) 
- Rischiosità e complessità delle operazioni in derivati 
- Insufficiente trasparenza delle operazioni stipulate 
- Mancanza di adeguate e regolari informazioni
 - ✓ incertezza e dibattiti ricorrenti sulla conduzione delle operazioni in derivati da parte del MEF 

Incertezza e assenza di informazione – 2/2



I conti del '97. Deficit/ Pil comunque nei limiti del 3,0%

L'Italia sarebbe entrata nell'euro anche senza contratti derivati

[Kairos](#) » [Media center](#) » [Live](#) » Derivati: Cannata, non piu' contratti con clausole come con Morgan Stanley

LA FREGATURA DEI DERIVATI
Padoan ammette: voragine nei conti pubblici
La resa: paghiamo subito le banche. E il debito pubblico schizzerà
Il governo sprofonda nel buco-derivati

Il salasso dei derivati italiani
17 miliardi pagati dal 2011
Più dei risparmi sui mini-tassi
*Secondo Eurostat l'Italia è, quattro anni dopo, più di tutta l'Europa
Brunetta chiede le dimissioni di Padoan, il SsF vuol vedere tutti i contratti*

Bomba a orologeria

Per giocare con i derivati il Tesoro rischia il crac

*Sono di 42 miliardi le potenziali perdite sui contratti «swap» che avrebbero dovuto proteggerci dal rischio-tassi
Morgan Stanley ne ha già incassati 3,1. Una mina che le banche d'affari possono fare esplodere a loro discrezione*

Monti e Grillo dicano la verità su quel Tesoro di derivati



CONCLUSIONI

Conclusioni – 1/4

- Principale motivazione in favore dell'utilizzo di derivati è la copertura assicurativa dal rischio di rialzo dei tassi di interesse; tuttavia, la componente del debito finanziata con titoli a tasso variabile è oggi molto bassa rispetto al passato (14% contro circa il 50% nel 1995)
 - ✓ I benefici della copertura assicurativa andrebbero valutati a fronte dei costi potenziali associati al ricorso ai derivati → necessità di avere tecno-strutture organizzative in grado di valutare i rischi (*risk management*) → rafforzamento di questa linea di attività nell'ambito della gestione del debito pubblico → CONTROLLO INTERNO
- In passato la copertura assicurativa non è stata l'unica motivazione del ricorso ai derivati: un ruolo cruciale è stato svolto dalla possibilità di migliorare temporaneamente i conti pubblici
 - ✓ La modifica dei criteri di contabilizzazione avvenuta con il SEC2010 ha chiuso gli spazi esistenti

Conclusioni – 2/4

- Rafforzamento della capacità di *risk management* della Direzione II del Dipartimento del Tesoro.
- Sulla base dell'esperienza internazionale:
 - ✓ delineare in via preventiva:
 - la politica dei rischi (*risk policy*) adottata dal Governo
 - la cornice entro la quale gli uffici incaricati della gestione del debito sono chiamati a operare (*risk framework*)
 - reporting, al fine di consentire la verifica della rispondenza della politica dei rischi effettivamente perseguita rispetto a quanto indicato nelle linee guida prefissate

Conclusioni – 3/4

- È cruciale l'*accountability* nei riguardi del Parlamento e dell'opinione pubblica:
 - ✓ ex-ante, con l'adozione di linee guida dettagliate sui criteri di gestione del debito pubblico
 - ✓ ex-post, attraverso report semestrali che consentano di valutare l'evoluzione del profilo di rischio dei derivati, riguardo sia ai flussi di pagamento attesi sia alle poste di diretta imputazione sul debito → CONTROLLO ESTERNO
- Chiare e specifiche linee guida contenenti:
 - ✓ i criteri di individuazione del livello ottimale di copertura dal rischio di variazione dei tassi o dei cambi, a fronte di posizioni debitorie a tasso variabile o espresse in valuta estera
 - ✓ in quali casi l'utilizzo dei derivati debba ritenersi opportuno
 - ✓ se e a quali condizioni sia corretto l'utilizzo dei derivati per finalità di modulazione della *duration* del debito
 - ✓ se e in quali condizioni sia ammissibile la vendita di *swaption*

Conclusioni – 4/4

- Motivazione addotte dal MEF a sostegno del mantenimento della riservatezza:
 - ✓ perdita di potere contrattuale
 - ✓ la maggiorazione di prezzo che le controparti richiederebbero a fronte della *disclosure* loro imposta
 - ✓ la presenza di apposite clausole di “*non disclosure agreement*” che vincolano alla riservatezza
 - Ciò non deve ostacolare la *disclosure* ai fini, soprattutto, della *accountability*
- Ampliare il set informativo, sistematizzando in un unico documento di reporting semestrale:
 - ✓ sintesi delle principali informazioni per tipologia di derivato e anno di scadenza (valori nozionali e di mercato), controparti e relativo merito di credito, presenza di clausole di chiusura anticipata e il costo qualora venissero esercitate;
 - ✓ almeno per ciascuna tipologia di contratto l’entità dei pagamenti netti impliciti a esso sottostanti e le associate probabilità per ciascuno dei semestri successivi alla data di valutazione e fino alla data corrispondente alla scadenza del contratto con maggiore vita residua;
 - ✓ con riferimento a ciascuna *swaption*, la data di esercizio dell’opzione e il relativo valore di mercato
- Informazioni di sintesi sull’effetto atteso sui conti pubblici dovrebbero essere fornite nell’ambito dei documenti di programmazione

Grazie per l'attenzione!

chiara.goretti@upbilancio.it

Link utili

Ufficio parlamentare di bilancio:

Focus tematico n. 3: «*I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità*», 9 febbraio 2015 (<http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/02/Focus-3.pdf>)

«Audizione del Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati», 12 maggio 2015 (<http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/05/Audizione-sui-derivati-12-maggio-2015.pdf>)

Documenti relativi alle Audizioni di altri esponenti e altre Istituzioni nell'ambito dell'«Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati»:

http://www.camera.it/leg17/1102?id_commissione=06&shadow_organoparlamentare=2080&sezione=commissioni&tipoDoc=elencoResoconti&idLegislatura=17&tipoElenco=indaginiConoscitiveCronologico&calendario=false&brev=c06_derivati&scheda=true