DOMENICA 18/06/2017

www.ilsole24ore.com

QUOTIDIANO POLITICO ECONOMICO FINANZIARIO ◆ FONDATO NEL 1865

Domenica

a Fondation
artier con
uto & Photo
o Irace ▸ pagina 19

BREVIARIO
di Gianfranco Ravasi
#Zaino

Natura e cultura si sono accoppiate
Amitav Ghosh ▸ pagina 21

▸ ALLE PAGINE 25-27

Cervelli dei bimbi da abbracciare
Sara Sesia ▸ pagina 25

Il supereroe combatte il male
Camilla Tagliabue ▸ pagina 27

del cuneo allo studio di Palazzo Chigi, perde quota l'ipotesi di decontribuzione totale

ontributi dimezzati er i giovani assunti

ovra, dote da 10-12 miliardi al netto del bonus Ue

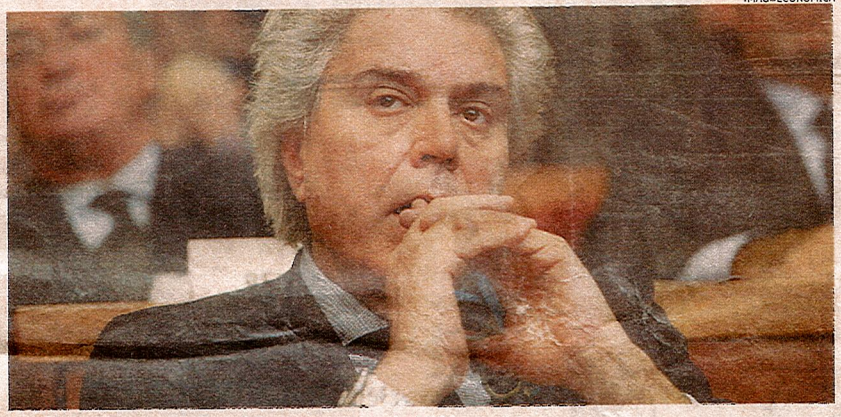
punti di contributi in meno, per
i primi contratti a tempo indeter-
giovani. Non una decontribuzio-
questo il taglio del cuneo allo stu-
o Chigi. Per la manovra, intanto,
a dote da 10-12 miliardi al netto
e. **Pesole, Rogari e Tucci** ▸ pagina 3

Lo scontro su Consip. Dopo le inchieste

Dimissioni in cda, decade anche Marroni

di **Barbara Fiammeri** ▸ pagina 3

IMAGOECONOMICA



Consip. L'amministratore delegato uscente, Luigi Marroni

zza: ricorso alla Consulta

i «voucher»: to costeranno iglie e imprese

ti a marzo, i voucher sono pronti a
oppiati. Le modalità di ricorso al
sionale e i costi, infatti, saranno di-
niglie e imprese. Contrari la Cgil
sa in piazza annunciando ricorso
a. **Pogliotti e Prioschi** ▸ pagina 2

rno minaccia la compagnia: «Chiederemo i danni se investe in autonomia»

c, riparte lo scontro sulla rete

Telecom Cattaneo: «Non ci fermeremo, porteremo la fibra a tutti»

L'INCHIESTA

L'impatto dei derivati dello Stato sull'effetto-Qe

di **Morya Longo**

L'effetto è, più o meno, quello di nuotare controcorrente. Lo Stato da un lato fa di tutto per ridurre il debito pubblico, ma dall'altro la montagna di contratti derivati (che lo stesso Stato ha stipulato negli anni passati) rema dalla parte diametralmente opposta. Se dal 2013 al 2016 la politica monetaria di Mario Draghi ha permesso alle nostre casse pubbliche un risparmio cumulato in termini di interessi di 24 miliardi (dato Istat), nello stesso arco di tempo le perdite sui derivati hanno pesato sul debito pubblico di altrettanti 24 miliardi (dato Eurostat). Il sollievo che la Bce ci ha regalato, insomma, i derivati ce l'hanno tolto.

Continua ▸ pagina 4

BURDEN SHARING

Banche venete, ok Ue al decreto blocca-bond

Davi e Trovati ▸ pagina 15

Il confronto europ
L'Italia è l'unico Pae
così negativo dei con

L'impatto dei derivati dello Stato sull'effetto-Qe

Dal 2013 l'effetto sui conti degli swap (24 miliardi) è stato pari ai minori interessi sul debito pubblico

di **Morya Longo**

▸ Continua da pagina 1

Ma l'aspetto che più colpisce è un altro: l'Italia è l'unico Paese in Europa che registra un impatto negativo così rilevante sui suoi conti pubblici a causa dei derivati stipulati dal Tesoro con varie banche d'affari. Gli altri Paesi, come la Germania o la Francia, perdono poco. Alcuni, come l'Olanda, addirittura guadagnano. È vero che il nostro Paese, con il suo debito pubblico gigantesco, ha problematiche che altri Paesi non hanno. Nessuno lo nega. Il ministro dell'Economia Padoan ha inoltre ribadito che, in relazione ai derivati, «non sussistano situazioni a rischio per le casse dello Stato». Bene.

Ma i numeri pongono comunque una domanda: perché i derivati sono una ferita sempre aperta solo in Italia? Il Sole 24 Ore, con la consulenza di vari esperti, tra i quali quelli di Ifa Consulting, e contattando direttamente i Governi di Italia e di altri Paesi europei, ha cercato la risposta. In una materia dove, a causa di una certa opacità e di regole contabili in continua evoluzione, non sempre si riesce a trovare una risposta certa e definiti- Pil (il dato è del 2015), in Germania per appena lo 0,5%, in Francia è pari a zero e in Olanda è positivo per un ammontare pari al 2,6% del Pil.

«La grande crisi ha prodotto una situazione di mercato completamente imprevista». Con queste parole il direttore generale del debito pubblico italiano, Maria Cannata, alla Camera dei Deputati nel febbraio del 2015 spiegò il motivo dell'impatto negativo dei derivati sui nostri conti pubblici: l'Italia in passato ha usato i derivati per allungare la vita media del debito pubblico e per assicurarsi dal rischio di rialzo dei tassi - ha spiegato -, ma questo l'assicurazione è diventata un boomerang.

LE CAUSE
Negli anni scorsi l'Italia ha stipulato questi contratti per proteggersi da rischi che non si sono avverati, come l'aumento dei tassi

IL GOVERNO
In settimana il ministro Padoan ha ribadito che, in relazione ai derivati, «non sussistono situazioni a rischio per i conti dello Stato»

Resta però un dubbio: dato che i tassi sono scesi per tutti in Europa, perché mai solo in Italia i derivati hanno prodotto un tale salasso? E soprattutto: come fa un Paese come l'Olanda a registrare un tale beneficio dai derivati, mentre l'Italia soffre? È solo sfortuna nostra e fortuna loro?

Italia e Olanda: due opposti

Per rispondere guardiamo proprio i due casi limite: l'Italia e l'Olanda. Il paragone calza perché, sebbene l'Olanda abbia meno debito di noi, ha in realtà più derivati rispetto all'Italia: 481 miliardi nominali contro circa 160. L'aspetto curioso è che i due Paesi, pur tanto distanti nelle fortune dei derivati, dichiarano almeno un obiettivo analogo nella gestione del debito pubblico: l'allungamento della sua durata media. Leggendo i documenti ufficiali (molto trasparenti) del Dipartimento che gestisce il debito pubblico olandese, e contattandolo direttamente, si scopre infatti che attualmente il Governo sta usando derivati con l'obiettivo di allungare la riabile. Questi derivati sono di natura speculativa per l'Italia». Insomma: «Sono scommesse sui tassi». Vendendo swaption, invece di acquistarle, è come se il nostro Paese avesse dato alle banche d'affari il coltello dalla parte del manico.

Le rinegoziazioni

Altro tasto dolente per l'Italia è quello delle rinegoziazioni o delle chiusure anticipate dei derivati da parte delle banche d'affari. È nota la vicenda di Morgan Stanley, che chiudendo anticipatamente alcuni derivati ha costretto lo Stato italiano a pagare 3,1 miliardi di euro pubblici. La Corte dei Conti, secondo quanto anticipato da «Repubblica» recentemente, ha contestato un danno erariale per 4,1 miliardi su questa sola vicenda. Ma le rinegoziazioni sono molte. E quasi sempre - sottolineano gli esperti di Ifa Consulting - sono gravate da costi impliciti.

Nella recentissima risposta del ministro Padoan a un'interrogazione dell'onorevole Ruocco, si scopre che l'anno scorso (quando i derivati hanno causato un aumento del debito di 8,3 miliardi) il Tesoro ha effettuato varie rine-

sulenza di vari esperti, tra i quali quelli di Ifa Consulting, e contattando direttamente i Governi di Italia e di altri Paesi europei, ha cercato la risposta. In una materia dove, a causa di una certa opacità e di regole contabili in continua evoluzione, non sempre si riesce a trovare una risposta certa e definitiva. Ecco cosa è emerso.

Il confronto europeo

Partiamo dai numeri, che il Sole 24 Ore ha estrapolato dai dati Eurostat. Nel 2016 i derivati hanno causato ai conti pubblici italiani un aumento del debito di 8,3 miliardi. E, come ha spiegato il ministro Padoan rispondendo a un'interrogazione parlamentare dell'onorevole Carla Ruocco, se il Tesoro non fosse intervenuto con varie rinegoziazioni, l'effetto negativo sarebbe stato più elevato. Nello stesso 2016, invece, l'Olanda con i derivati ha registrato una riduzione del debito pubblico di 6,5 miliardi. Germania e Francia invece solo minimi aumenti, pari a 852 e 979 milioni.

Se si estende il conto agli ultimi 4 anni, il calcolo è ancora più clamoroso. In Italia i derivati hanno causato un aumento del debito pubblico nel complesso di 24 miliardi (che diventano 32 dal 2011), in Germania di soli 4,5 miliardi, in Francia di appena 293 milioni e in Olanda l'impatto stato addirittura positivo per un totale di 11,7 miliardi. Il Ministero dell'Economia, interpellato dal Sole 24 Ore, sostiene in realtà che non sia corretto parlare di incremento del debito riferendosi ai 24 miliardi e agli 8,3 del 2016: nella cifra - riferiscono i tecnici di Via XX Settembre - vengono sommati da Eurostat i flussi netti di interessi sui derivati con il debito contabile. Ma altri addetti ai lavori storcono il naso per questa interpretazione. Sta di fatto, in ogni caso, che le cifre sono uniformi per tutti i Paesi europei. Dunque il confronto tra i vari Stati resta valido. E l'Italia, comunque la si guardi, soffre per i derivati più di tutti.

Del resto anche se anche si osserva il valore di mercato dei derivati di ogni Paese (il cosiddetto *mark-to-market*, dunque le perdite potenziali future), il discorso non cambia: in Italia il valore è negativo per un importo pari all'1,9% del

in relazione ai derivati, «non sussistono situazioni a rischio per i conti dello Stato»

ha usato i derivati per allungare la vita media del debito pubblico e per assicurarsi dal rischio di rialzo dei tassi - ha spiegato - e poi i tassi sono imprevedibilmente scesi. In parole semplici: l'Italia ha usato questi strumenti per "assicurarsi" da rischi che non si sono materializzati. I derivati sono infatti contratti che vengono stipulati con banche d'affari per modificare, sinteticamente, un debito e per assicurarsi da un rischio: con uno «swap» si può trasformare un debito a tasso variabile in uno a tasso fisso oppure un debito in dollari in uno denominato in euro e così via. Ebbene: l'Italia temeva in passato un rialzo dei tassi (dunque si è "assicurata" contro questo rischio), ma poi i tassi sono scesi. Per

LA PAROLA CHIAVE

Derivati

● Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore "deriva" dalla quotazione di mercato delle attività "sottostanti", cioè varia in base all'andamento delle attività finanziarie. Si tratta di contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti connessi a valori mobiliari o rendimenti o ad altri indici o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o con il pagamento di differenziali in contanti.
I derivati sono oggetto di contrattazione in molti mercati finanziari, e soprattutto in mercati al di fuori dei centri borsistici ufficiali.
Tali strumenti sono utilizzati, principalmente, per tre finalità: ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente; assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto; conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione.

co: l'allungamento della sua durata media. Leggendo i documenti ufficiali (molto trasparenti) del Dipartimento che gestisce il debito pubblico olandese, e contattandolo direttamente, si scopre infatti che attualmente il Governo sta usando derivati con l'obiettivo di allungare la vita media del debito a 6,4 anni nel 2019.

Ma non registra perdite, a differenza nostra. Per un motivo semplice: il portafoglio derivati dell'Olanda è, per effetto delle finalità specifiche di gestione del debito, più coerente con l'attuale situazione di tassi bassi. Il Governo olandese ha infatti attualmente (a marzo 2017) 255 miliardi di euro di «receiver swap» (cioè contratti in cui il Governo paga a una banca d'affari un tasso variabile oggi basso e incassa un tasso fisso più elevato) e 225 miliardi di «payer swap» (che funzionano nel modo opposto): i derivati di tipo «receiver», che in Olanda sono maggioritari dato che il Paese ha sempre emesso molti titoli di Stato a lunga scadenza, beneficiano del calo dei tassi. Dunque il Paese dei tulipani oggi guadagna.

In Italia il portafoglio derivati è invece ben diverso. Il nostro ministero dell'Economia negli anni passati, per allungare la durata del debito e per «assicurarsi» contro il rialzo dei tassi, ha infatti stipulato molti «swap» in cui lo Stato paga a una banca d'affari un tasso fisso a lunga scadenza e in cambio incassa dalla stessa banca d'affari un tasso variabile a breve scadenza. Questo, dato che i tassi sono scesi negli ultimi anni come mai nel passato, causa un profondo rosso per l'Italia. Dato che il 71% del nostro portafoglio di derivati funziona in questo modo - secondo l'ultimo «Rapporto sul debito pubblico» del Tesoro - le perdite sono consistenti.

Altra fonte di perdite, minore ma pur rilevante, è data dalle cosiddette «swaption», opzioni che hanno un approccio meno di copertura dei rischi. «L'Italia non ha acquistato, ma ha venduto swaption di tipo receiver - osserva Nicola Benini di Ifa Consulting -. Questo significa che la banca d'affari controparte del Tesoro, che beneficia del diritto di entrare nello swap in futuro, incasserà il tasso fisso e pagherà il variabile - sono gravate da costi impliciti.

Nella recentissima risposta del ministro Padoan a un'interrogazione dell'onorevole Ruocco, si scopre che l'anno scorso (quando i derivati hanno causato un aumento del debito di 8,3 miliardi) il Tesoro ha effettuato varie rinegoziazioni per evitare che il "buco" prodotto dai derivati fosse più grande. O, per dirla con le parole del ministro, per «ridurre l'incremento del debito». Ma - secondo gli esperti - questo potrebbe avere aumentato i rischi di perdite nel futuro.

Prendiamo solo una rinegoziazione per capire. Il Tesoro aveva una «swaption» da un miliardo che presentava una perdita economica (mark to market) di oltre 600 milioni. Già questo è un numero su cui soffermarsi: questo derivato perdeva oltre il 60% del suo valore. Per evitare di contabilizzare l'intera perdita, il Tesoro ha contestualmente agito su un derivato valutario (un cross currency swap che copriva il rischio valutario di un bond denominato in dollari della Repubblica italiana) che era invece in attivo: questo ha fruttato 300 milioni di euro, che sono stati usati per ridurre la perdita di 600 milioni della «swaption». Così, spiega il ministro, «l'incremento del debito è stato di poco superiore a 300 milioni di euro, quindi circa la metà di quello che si sarebbe verificato in caso di non intervento».

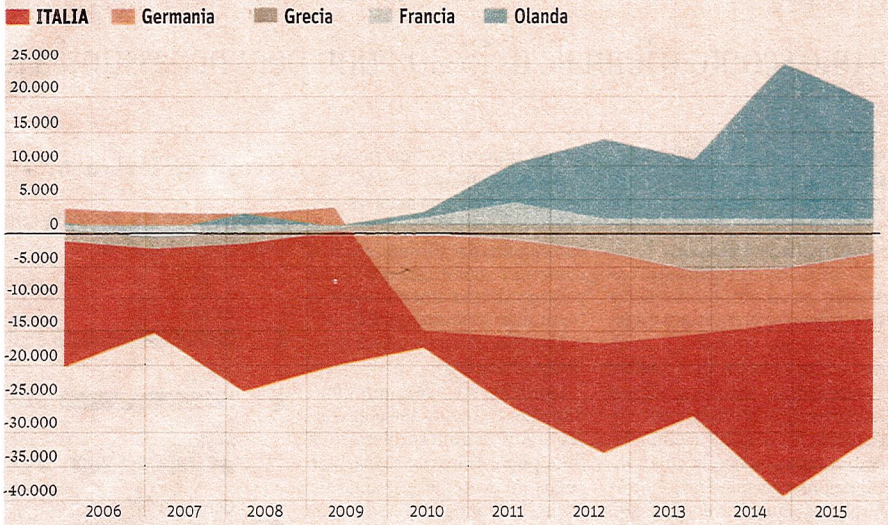
Meno male, potremmo dire. Ma in finanza raramente esistono i pasti gratis: «Lo Stato con questa operazione ha certamente ridotto la perdita attuale, ma è rimasto esposto al rischio di cambio su un titolo in dollari», osserva Nicola Benini di Ifa Consulting. «La realtà è che le rinegoziazioni costano sempre, anche se non generassero flussi, e modificano il profilo di rischio - aggiunge -. Se da un lato possono ridurre il fabbisogno finanziario nell'immediato, dall'altro comportano quasi sempre un aumento del debito atteso in futuro». Anche se il Tesoro nega che questo sia avvenuto. La complessità della materia si presta a troppe interpretazioni. La speranza, comunque sia, è che le generazioni future non si trovino questo fardello sulle spalle.

m.longo@ilsole24ore.com

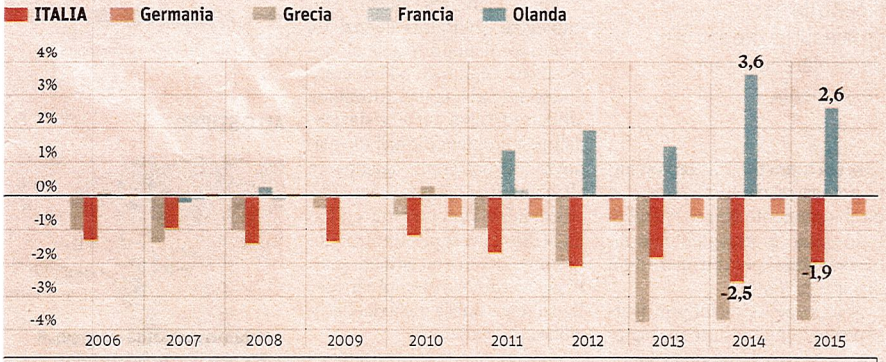
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Chi vince e chi perde con i derivati

VALORE DI MERCATO DEI DERIVATI DI ALCUNI PAESI DELL'EUROZONA
Dati in milioni di euro

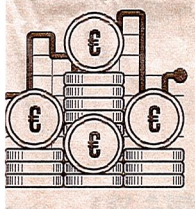


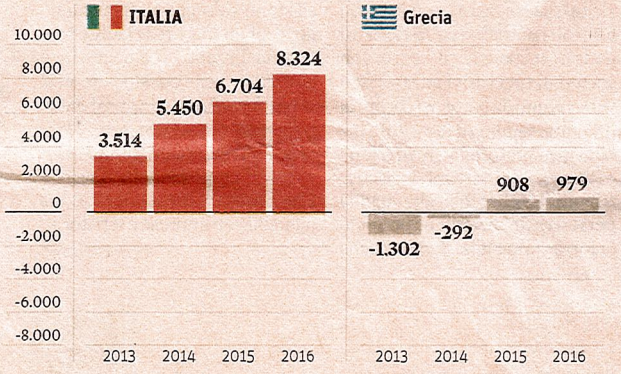
VALORE DI MERCATO DEI DERIVATI DI ALCUNI PAESI DELL'EUROZONA
In percentuale sul Pil

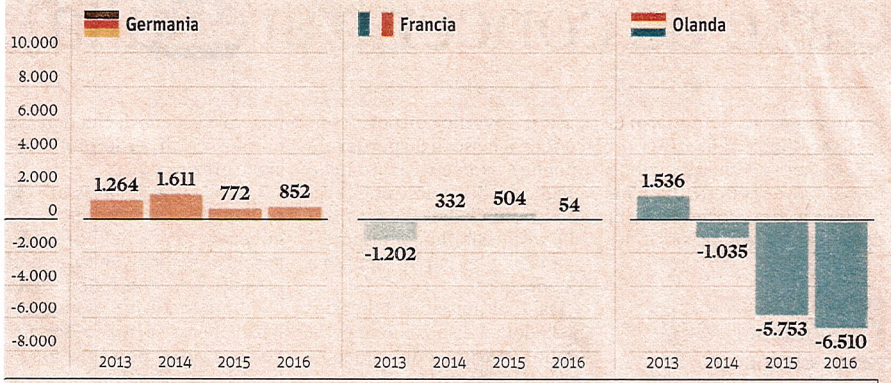


Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore su dati Eurostat

IL FARDELLO ANNO PER ANNO DEI DERIVATI
Indebitamento contabile e flussi netti di interessi generati da derivati, in milioni di euro







Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore su dati Eurostat

I tecnici del Tesoro

Effetto della speculazione e dei criteri contabili

Le pressioni della speculazione internazionale da un lato, che hanno impedito una gestione dinamica dei derivati come accaduto in altri Paesi. E dall'altro i nuovi criteri contabili stabiliti da Eurostat (uniformi in tutta Europa), che di fatto hanno amplificato l'impatto dei derivati sul debito pubblico. È questa, in sintesi, la risposta che il ministero dell'Economia fa trapelare dagli uffici tecnici a chi gli chiede come mai l'impatto dei derivati sui nostri conti pubblici sia così rilevante: 24 miliardi di debito pubblico in più, secondo i dati Eurostat, solo per effetto dei derivati.

I tecnici del ministero dell'Economia, secondo fonti vicine a Via XX Settembre, ritengono innanzitutto che i 24 miliardi non vadano interamente considerati come nuovo debito (seppur contabile). I dati Eurostat sommano infatti i flussi netti di interessi sui derivati con il debito contabile emerso in seguito alla revisione delle regole del 2014. Secondo il Tesoro, inoltre, i dati Eurostat amplificano l'effetto sul debito delle operazioni in derivati, perché non evidenziano l'effetto di riduzione che si produce nel tempo per l'ammortamento dei loan fittizi creati dalle riclassificazioni Eurostat. Sta di fatto, che i dati Eurostat sono uguali per tutti in Europa. E sono stati proprio uniformati per evitare che gli Stati contabilizzassero queste operazioni in maniera disomogenea.

Anche sulle tanto controverse "swaption", e sulle loro rinegoziazioni, dagli ambienti vicini a Via XX Settembre trapelano molte osservazioni. Le loro ristrutturazioni non hanno per esempio avuto l'obiettivo di ridurre l'impatto dei derivati in termini di spesa per interessi, ma al contrario sono intervenute in un contesto in cui la crisi dello spread e le nuove regole bancarie rendevano più oneroso per le banche d'affari mantenere le posizioni con l'Italia. Le ristrutturazioni hanno in realtà accorciato la durata degli swap in essere, producendo una maggiore spesa per interessi in questi anni. Secondo ambienti vicini al Tesoro, dunque, queste rinegoziazioni di swaption non hanno aumentato i costi futuri per dare benefici immediati.

My.L.

© RIPRODUZIONE RISERVATA