



UPOB

Ufficio
parlamentare
di bilancio

**Audizione del Presidente
dell'Ufficio parlamentare di bilancio
nell'ambito dell'indagine conoscitiva
sugli strumenti finanziari derivati**

Commissione VI Finanze
della Camera dei Deputati

12 maggio 2015

Premessa

L'ampio utilizzo di strumenti derivati da parte delle Amministrazioni pubbliche, soprattutto nella seconda metà degli anni novanta e nella prima parte dello scorso decennio, ha creato nel tempo incertezza in numerosi osservatori, scaturita essenzialmente dalle scarse informazioni e dall'insufficiente trasparenza delle operazioni stipulate, dai riflessi negativi che si sarebbero potuti (e si potrebbero) avere sui conti pubblici (soprattutto a causa della rischiosità dei contratti), dalla preoccupazione che tali operazioni fossero realizzate principalmente per migliorare temporaneamente i conti pubblici. Ciò ha dato luogo allo sviluppo, a distanze temporali più o meno regolari, di dibattiti sulla scarsa informazione fornita al pubblico e sulla limitata trasparenza riguardo alle operazioni in derivati ancora in essere e su quelle di nuova stipula, sui possibili effetti sul già elevato debito pubblico.

1. La struttura del debito pubblico

Dal 1995, anno da cui si dispongono i dati sulla base del SEC2010, il debito pubblico è dapprima diminuito di quasi 17 punti percentuali, passando dal 116,9 al 100 per cento del PIL nel 2004 (fig. 1), per poi ricominciare a crescere, e raggiungere a fine 2014 il 132,1 per cento (125,9 se si escludono gli effetti del pagamento dei debiti commerciali della PA, del contributo italiano al capitale dell'ESM e del sostegno finanziario ai paesi della UEM in difficoltà fornito mediante prestiti bilaterali o attraverso l'EFSS).

Fino al 2004 la discesa è stata favorita, prima, dal consolidamento dei conti pubblici necessario per entrare sin dall'inizio nell'area dell'euro e, poi, dal calo dei tassi di interesse. L'aumento dell'incidenza del debito sul PIL nell'ultimo decennio ha riflesso principalmente gli effetti del prolungato periodo di crisi e la conseguente turbolenza nei mercati finanziari, esacerbata soprattutto dalla crisi del debito sovrano. Questi ultimi due elementi hanno reso più complessa la gestione del debito pubblico esistente (la sostituzione dei titoli in scadenza) e più problematico e costoso il collocamento dei nuovi titoli pubblici.

La gestione di un debito pubblico così vasto non è semplice. In questo arco temporale, il debito è stato in media finanziato per circa l'83 per cento con l'emissione di titoli pubblici (oltre 1.800 miliardi nel 2014), la cui composizione per tipologia e scadenza è stata modificata nel tempo, in base alle linee guida dettate annualmente in appositi decreti del Ministero del Tesoro (tab. 1).

Nel 2015, ad esempio, dovranno essere emessi titoli sia per sostituire quelli in scadenza (pari a circa 330 miliardi) sia per coprire le nuove esigenze finanziarie. Ciò dovrà essere realizzato in maniera tale che a fine anno "la quota di titoli a breve termine si attesti tra il 4 per cento e il 12 per cento dell'ammontare nominale complessivo dei titoli di Stato in circolazione a quella data, la quota dei titoli «nominali» a tasso fisso a medio-lungo termine tra il 55 per cento e il 75 per cento. La quota dei titoli «nominali» a tasso variabile tra il 5 per cento e il 10 per cento; inoltre, le

quote dei titoli «reali» indicizzati all'inflazione e dei certificati del Tesoro zero coupon non dovranno superare rispettivamente il 17 per cento e il 6 per cento. Il totale dei prestiti emessi sui mercati esteri nel corso del 2015, al netto dei rimborsi, non dovrà eccedere il 30 per cento del limite delle emissioni nette fissato dalla legge di bilancio" (DM 2 dicembre 2014).

Nella prima parte dell'arco temporale considerato, in un contesto di prevedibile aumento dei tassi di mercato, per cercare di limitarne l'impatto sulla spesa per interessi, è stata lentamente accresciuta la quota di titoli di stato a tasso fisso. Ciò è stato realizzato principalmente attraverso la politica di emissione, ma anche, in minore misura, attraverso il ricorso a operazioni in derivati.

Nel 1995 la quota di titoli a tasso variabile (i CCT) costituivano circa il 28 per cento del totale dei titoli in circolazione (6 punti percentuali più alta di quella dei BOT); la percentuale dei titoli a tasso fisso era pari al 38 per cento (fig. 1 e tab. 1). A fine marzo del 2015, i CCT costituivano quasi il 7 per cento del complesso dei titoli in circolazione, mentre quelli a tasso fisso oltre il 67 (80 per cento se si includono i BTP indicizzati all'inflazione europea e i BTP Italia, non essendo questi ultimi dipendenti dai tassi di interesse).

In particolare, sono stati stipulati *cross currency swap*, *interest rate swap* e *swaption* con circa 20 controparti con alto merito di credito (cosiddetti Specialisti in titoli di Stato)¹ con diversi obiettivi.

2. Forme e tipologie di strumenti derivati rilevanti per le AP

Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore è determinato da quello di altri titoli o variabili sottostanti (ad esempio, azioni, tassi di interesse e di cambio, merci, indici di mercato e altro)². Possono essere "lineari" o "convessi" a seconda che il legame con la variabile sia diretto (ad esempio, i derivati sui tassi di interesse) o dipendente da un insieme di condizionalità definite da regole più o meno complesse (ad esempio, le opzioni). Possono assumere la forma di: contratti a termine (*futures* e *forward*), di *swap* (su tassi di interesse o di cambio, sui crediti) o di opzioni, e a seconda della tipologia e del livello di standardizzazione, possono essere negoziati sui mercati regolamentati o scambiati solo al di fuori di questi, ossia *over the counter* (OTC).

Gli *swap* sono contratti che prevedono lo scambio tra due controparti, per un periodo di tempo determinato, di flussi monetari futuri secondo modalità prestabilite. Gli *swap* sui tassi di interesse, ad esempio, consistono nello scambio, per un certo periodo, di flussi di interessi calcolati su un importo di riferimento (detto valore nozionale). Lo *swap* più semplice e comune (detto *plain vanilla*) è quello in cui una parte paga all'altra un flusso di interessi calcolato sulla

¹ Le controparti sono selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato (definiti nel DM 22 dicembre 2009, n. 216 e, da ultimo, nel Decreto Dirigenziale n. 993039 dell'11 novembre 2011), ossia banche ampiamente presenti sul mercato che assicurano un buono ed efficiente funzionamento dei mercati dei titoli di Stato. Devono avere un rating, da parte di almeno una delle principali agenzie, non inferiore a quello dell'Italia e avere sottoscritto il contratto I.S.D.A (vedi oltre).

² Per una descrizione più dettagliata, si veda il *Focus tematico* n. 3: "I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità" (<http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/02/Focus-3.pdf>).

base di un tasso fisso e riceve in cambio un flusso di interessi sulla base di un tasso variabile, solitamente agganciato all'andamento dei tassi sui mercati monetari o finanziari, per gestire il rischio di interesse.

Gli *swap* sui tassi di cambio funzionano allo stesso modo, con la differenza che prevedono scambi di importi in valuta estera e quindi costituiscono uno strumento per gestire il rischio di cambio (ed eventualmente di interesse) sui finanziamenti a medio-lungo termine. Con un *cross currency swap* è come se si trasformasse il debito in valuta estera (ad esempio, dollari) in uno in valuta nazionale (euro). Relativamente alla parte capitale, a copertura di un'emissione in dollari, il Tesoro alla scadenza del titolo riceverà dalla controparte i dollari necessari per il rimborso del prestito agli investitori e verserà alla controparte il corrispettivo in euro a un cambio prefissato al momento della sottoscrizione dello *swap*. Per i flussi di interesse periodici, la controparte si impegna a versare la cedola di interesse in valuta all'investitore, mentre l'emittente (il Tesoro) pagherà il corrispettivo pattuito in valuta nazionale.

Sebbene vi sia sempre un livello minimo di standardizzazione, garantito dalla sottoscrizione dalle controparti del contratto I.S.D.A. (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), vale a dire un contratto "quadro" che contiene le regole generali alle quali le parti contraenti fanno riferimento per la conclusione delle singole operazioni in derivati e che disciplina la maggior parte delle azioni e degli obblighi derivanti dai possibili accordi, i contratti scambiati OTC si caratterizzano per specifiche clausole che vengono inserite e che sono note alle sole controparti. Queste, possono renderli particolarmente complessi e poco trasparenti; è inoltre plausibile che si creino interconnessioni tra contratti tali da rendere difficile determinare la natura e il livello dei rischi assunti dai soggetti coinvolti e il valore del contratto stesso. Questo è il principale motivo per cui possono essere fonte di rischio sistemico.

Una *swaption* è un'opzione che un venditore dà a un compratore di entrare in una data futura in uno *swap* con la parte venditrice, per il quale sono stati prefissati tasso di interesse, valore nozionale e durata. Poiché l'opzione sarà esercitata solo se conveniente, la *swaption* è un'operazione a perdere per il venditore, che però avrà beneficiato del valore iniziale della vendita. Tali strumenti sono stati utilizzati, spesso in abbinamento con contratti *swap*, al fine di abbassare l'onere corrente, che viene in parte rinviato al futuro: ad esempio, si prevede l'incasso rateale del premio derivante dalla vendita dell'opzione e si porta a riduzione della spesa per interessi a carico dello Stato. Si ha d'altro canto la garanzia che gli oneri per interessi futuri si manifesteranno unicamente nel caso di tassi di mercato più bassi di quello soglia (tasso *strike*) e pertanto in condizioni di sostenibilità complessiva degli oneri per il servizio del debito.

La valutazione di un derivato consiste nel determinare il suo *fair value* sulla base dell'aleatorietà che caratterizza l'evoluzione della variabile sottostante. Per i derivati standard viene normalmente utilizzato il valore espresso dal mercato, detto *mark to market*; per quelli non standard, il valore è calcolato sulla base della probabilità con cui è possibile realizzare certi risultati (*payoffs*) alle diverse date e consiste nel valore atteso della somma dei risultati ottenibili (*mark to model*).

Normalmente alla stipula del contratto derivato, il suo valore di mercato (il *fair value*) è nullo, ossia gli impegni delle due parti contraenti sono definiti in modo tale da essere finanziariamente equivalenti. Quando ciò non accade, una delle parti dovrà corrispondere all'altra, al momento della stipula del contratto, un premio (*upfront*) per riequilibrare le condizioni di partenza.

Un esempio è rappresentato dagli *swap off-market*, ossia *swap* stipulati a condizioni non allineate a quelle di mercato (anche detti contratti sbilanciati). In questi casi, il valore di mercato del

contratto, basato sui tassi di interesse vigenti, è negativo e il premio pagato alla controparte serve appunto per riequilibrare e portare a zero tale valore.

La stipula di *swap off the market* potrebbe essere motivata dall'esigenza di procedere alla rinegoziazione o chiusura anticipata di parte delle posizioni aperte, riducendone eventualmente il nozionale o, più spesso, la durata.

Una volta stipulato un contratto derivato (ad esempio, uno *swap* sul tasso di interesse) il suo valore di mercato dipende dai tassi d'interesse indicati nel contratto (che incorporano l'eventuale diverso rischio di credito delle controparti) e dai valori attesi dei tassi di mercato (con le relative distribuzioni di probabilità), ma non dal variare del rating delle parti contraenti. Quindi per gli *swap* già in essere, anche l'eventuale cambiamento di merito di credito di una delle due controparti non ha effetti sul loro valore di mercato.

Per le Amministrazioni locali hanno particolare importanza i *bullet amortizing swaps*, la cui finalità principale è quella di accumulare progressivamente le risorse necessarie a rimborsare un debito alla sua scadenza, riducendo anche, al tempo stesso, la spesa per interessi. Tali derivati sono stipulati in connessione con l'emissione di titoli obbligazionari rimborsabili in un'unica soluzione a scadenza (BOR o BOC).

In tali contratti, in genere, la banca si impegna a pagare un flusso di interessi calcolato sul valore nozionale originario e una somma finale che l'ente utilizzerà per il rimborso dell'obbligazione alla scadenza, contro il versamento periodico da parte dello stesso ente di un importo comprensivo di una quota di capitale e una quota di interessi. Tale ultima quota è calcolata su un nozionale che si riduce nel tempo in proporzione al capitale già versato dall'ente. Può essere previsto che il capitale già versato dall'ente sia depositato dalla banca, in forma liquida o in titoli, in un conto di garanzia (*collateral account*), i cui rendimenti e rischi restano in capo alla banca. Il contratto può, altresì, prevedere uno *swap* sugli interessi, ove il titolo obbligazionario emesso sia a tasso variabile e si voglia coprire il rischio di tasso.

Questi derivati presentano tendenzialmente, per la loro stessa struttura, un valore di mercato positivo e crescente con il passare del tempo per l'ente pubblico, stante il diritto di quest'ultimo a ricevere a scadenza il capitale finale con cui rimborsare i propri titoli obbligazionari. Nel caso di Amministrazioni locali che abbiano stipulato derivati *bullet amortizing*, pertanto, il segno del *mark to market* dei derivati non informa in merito all'evoluzione favorevole o sfavorevole del mercato rispetto alle condizioni momento della stipula, dovendosi invece ritenere un segno negativo indicativo di una struttura atipica dei contratti.

La stipula di contratti derivati può avere l'obiettivo di allungamento della *duration*.

Questo viene realizzato affiancando alle emissioni ordinarie la stipula di *swap* con scadenza più lunga di quella media del debito, sui quali lo Stato paghi un tasso fisso contro uno variabile a ricevere. In tal modo il rinnovo dei titoli alla scadenza non determina il manifestarsi del rischio di tasso, in quanto l'eventuale incremento dei tassi sui nuovi titoli viene controbilanciato dall'incasso del tasso variabile sullo *swap* ancora in corso, mentre l'onere per lo Stato resta fissato nella misura predeterminata del tasso fisso sullo *swap* fino alla scadenza del contratto. Specularmente, nel caso di una riduzione dei tassi variabili lo Stato non beneficia dei conseguenti risparmi: la rinuncia ad essi rappresenta parte del costo della copertura dal rischio di tasso ottenuto mediante l'allungamento della *duration*.

I contratti derivati assolvono alla finalità principale di copertura da rischi di vario tipo, di solito di copertura sugli interessi o sui cambi. L'obiettivo di una pubblica Amministrazione che stipuli un derivato è quindi quello di assicurarsi che l'onere del servizio del debito sia prevedibile, in quanto prefissato alle condizioni di tasso e di cambio esistenti al momento della stipula. Il prezzo che l'Amministrazione paga per tale prevedibilità è la rinuncia ai guadagni che potrebbero emergere in caso di riduzione dei tassi di interesse o di cambio.

A partire dalla introduzione di regole di bilancio – sia quelle europee sia il patto di stabilità interno per le amministrazioni locali – i contratti derivati possono aver avuto la finalità di far emergere poste che miglioravano i conti (si veda al riguardo il paragrafo successivo). Più aumenta la complessità del contratto però più è difficile comprendere la vera finalità dell'operazione poiché non è immediata la relazione tra l'evoluzione del valore del contratto finanziario oggetto di copertura e quella del valore del derivato.

3. Il trattamento statistico dei derivati nei conti pubblici

Il trattamento statistico e contabile degli effetti connessi a un determinato strumento plasma gli elementi considerati nella valutazione di convenienza dello strumento stesso. Come noto, in passato la considerazione (legittima, perché coerente con i criteri di imputazione allora vigenti) del beneficio sui conti pubblici può aver inciso sulla stipula di contratti derivati. Il passaggio al SEC2010 e alcune altre recenti modifiche hanno cambiato in modo significativo questo quadro, di fatto eliminando quasi totalmente l'incentivo a ricorrere a strumenti derivati per finalità di miglioramento temporaneo delle posizioni di bilancio (il cosiddetto *window dressing*), non essendovi più la possibilità di utilizzare i flussi finanziari di queste operazioni per ridurre l'indebitamento netto, e vigendo l'obbligo di includere nel debito pubblico poste che si configurano come prestiti³.

Fino al 2008 nel caso di contratti derivati in cui era previsto il pagamento iniziale di un premio (il cosiddetto *up-front*), questo veniva contabilizzato come maggiore entrata economica, determinando una riduzione del disavanzo di bilancio. Nella primavera del 2008 una decisione di Eurostat ha chiarito, invece, che la contabilizzazione doveva prevedere il trattamento dell'*up-front* come prestito⁴.

Nel 2014, il passaggio dal Sistema europeo dei conti 1995 (SEC95) al SEC2010, ha comportato l'introduzione di due ulteriori importanti novità. In primo luogo, è venuta

³ Rimarrebbe ancora qualche vantaggio in termini di fabbisogno di cassa di ricorrere alle *swaption*, qualora queste venissero effettuate in abbinamento con *swap* al fine di abbassare il relativo flusso di pagamenti.

⁴ Al riguardo, si veda Banca d'Italia, *Supplemento Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari, Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, del 14 ottobre 2008.

meno la cosiddetta *swap exception*⁵, ossia il diverso trattamento dei flussi generati da *swap* e *forward rate agreement* nella spesa per interessi da considerare nel calcolo del saldo valido ai fini della Procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) e di quello di contabilità nazionale (risultante dall'applicazione del Regolamento della Commissione europea n. 1500/2000). Con il SEC2010 i flussi finanziari generati da operazioni in derivati sono considerati e classificati come operazioni di natura finanziaria e quindi non più contabilizzati negli interessi passivi (non incidendo neanche sull'indebitamento netto). Producono invece effetti sul debito nella misura in cui incidono sul fabbisogno (lo riducono o l'aumentano)⁶.

Anche se i flussi di pagamenti per interessi sono attualmente classificati tra le partite finanziarie, una componente residuale degli interessi prodotti continua ad essere registrata anche in termini di competenza economica. Si tratta del flusso degli interessi relativi a contratti derivati già riclassificati nel debito in ragione delle caratteristiche originarie sbilanciate del contratto. L'importo in questione, incluso nella spesa complessiva per interessi, non è oggetto di separata quantificazione nella citata Notifica. Tale ammontare potrebbe crescere in futuro in caso di esercizio delle *swaption*, e della conseguente riclassificazione nel debito degli *swap* subentranti.

È da notare che l'effetto sui conti pubblici dei flussi di pagamento derivanti dalle operazioni in *swap* è stato inizialmente (fino al 2005) positivo e poi negativo, e la posta sulla base del SEC95 era identificata dall'Istat come spesa per interessi (fig. 2). Con il passaggio al SEC2010, oggi le poste connesse con i derivati sono articolate in più voci delle partite finanziarie.

Altra novità riguarda le regole statistiche da applicare nei casi di ristrutturazione di contratti di derivati in essere e dell'esercizio di *swaption*, finora sostanzialmente non disciplinate. In particolare, le operazioni di ristrutturazione di *swap* devono essere considerate come una chiusura del vecchio contratto e la contestuale apertura di uno nuovo. Pertanto, se il nuovo contratto ha un valore di mercato negativo per il Tesoro, come avviene nel caso dell'*off-market swap*, esso deve essere classificato come un prestito e incluso nel debito pubblico, così come il valore di mercato del contratto di *swap* che nasce dall'esercizio delle *swaption*⁷. Nel caso di una *swaption*, si hanno due diverse contabilizzazioni: una al momento della vendita, come un'entrata di cassa, cui corrisponde un aumento di passività per l'importo ricevuto; l'altra, quando viene esercitata l'opzione, in aumento del debito, qualora il valore di mercato dello *swap* che ne deriva fosse negativo.

Per un confronto tra i criteri contabili utilizzati per la registrazione dei derivati e il set informativo previsto a corredo dei documenti di bilancio da parte delle imprese e degli enti delle Amministrazioni pubbliche, si veda l'Appendice 2.

⁵ Il Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio è stato modificato dal Regolamento (CE) n. 220/2014.

⁶ Per una breve descrizione su come gli effetti delle operazioni in derivati vengono riportati nella "Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche secondo il trattato di Maastricht" a cura dell'Istat e della Banca d'Italia, si veda l'Appendice 1.

⁷ Per i dettagli, cfr. il capitolo VIII.3 del *Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010* (MGDD), disponibile al sito http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-GQ-14-010/EN/KS-GQ-14-010-EN.PDF.

4. L'utilizzo dei derivati da parte delle Amministrazioni pubbliche

Il quadro delle informazioni pubblicate su base regolare in merito ai derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche risulta oggi arricchito dalle informazioni emerse nel corso dell'Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari in corso presso la Commissione finanze della Camera dei deputati, che ha il merito di aver avviato un processo di *disclosure* e di rafforzamento della trasparenza sul tema. Da menzionare in proposito è soprattutto l'impegno assunto dal Governo a pubblicare con regolarità le informazioni fornite in precedenza solo su richiesta, in occasione di audizioni o interpellanze parlamentari.

Strumenti finanziari derivati sono stati ampiamente utilizzati sia dalle Amministrazioni centrali (Tesoro) dagli anni ottanta, sia dalle Amministrazioni locali dalla seconda metà degli anni novanta.

4.1 Elementi informativi sulle Amministrazioni centrali

Lo scorso 26 febbraio, in occasione dell'audizione presso la Commissione Finanze della Camera dei deputati del Capo della Direzione II (quella che si occupa della gestione del debito pubblico) del Dipartimento del Tesoro, sono state fornite alcune informazioni puntuali sul portafoglio di strumenti derivati della Repubblica italiana⁸. In particolare, sono stati resi disponibili, con riferimento al 31 dicembre 2014:

- l'ammontare del valore nozionale e del valore di mercato dei contratti derivati distinti per tipologia (tab. 2);
- il valore nozionale e il valore di mercato dei derivati su cui sono pendenti clausole di risoluzione anticipata, e il loro dettaglio per anno di scadenza fino al 2022 (tab. 3);
- l'elenco delle controparti con il relativo merito di credito.

A fine 2014 il valore nozionale degli strumenti derivati connessi con la gestione del debito era pari a quasi 160 miliardi (il 9 per cento dei titoli di Stato in circolazione e il 7,5 per cento del debito pubblico); di questi, il 72,2 per cento erano costituiti da *swap* sui tassi di interesse, il 13,4 per cento erano *swap* sul tasso di cambio, il 12,2 per cento era costituito da *swaption*. Vi è inoltre una componente relativa alla gestione di posizioni finanziarie attive per 3,5 miliardi, in seguito alla trasformazione della Cassa Depositi e Prestiti in Spa.

⁸ Il testo dell'audizione e le informazioni sono disponibili, rispettivamente, ai link: http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/dettaglio.html?resourceType=/modules/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/elem_0001.html e http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Audizione_alla_Camera_dei_Deputati_-_febbraio_2015_-_Indagine_conoscitiva_sugli_strumenti_finanziari_derivati.pdf.

A fronte di un valore nozionale complessivo di 163 miliardi, i contratti derivati stipulati espongono un valore di mercato negativo pari a 42,65 miliardi, oltre un quarto del valore nozionale, con punte prossime alla metà per le *swaptions* (-47 per cento) e per i derivati ex ISPA (-44 per cento).

La tipologia di derivato maggiormente utilizzata è quella finalizzata a modulare la *duration* del debito, che presenta un valore di mercato negativo pari a circa un terzo del valore nozionale (-32 per cento); mentre risultano moderatamente in attivo i derivati stipulati per finalità di copertura (*cross currency swap* e *IRS*, entrambi con valore di mercato positivo pari a poco più del 5 per cento del loro valore nozionale).

Con riferimento alle clausole di estinzione anticipata pendenti, è stato fornito un quadro di quelle in scadenza nel periodo 2015-38, da cui risulta che i contratti soggetti a tali clausole espongono un valore di mercato negativo pari, nel complesso, a oltre la metà del valore nozionale (-57,6 per cento), con una punta del 71 per cento relativa alle clausole in scadenza nel 2018. L'eventualità che le controparti si avvalgano delle clausole di estinzione anticipata, al fine di realizzare l'elevato valore di mercato loro favorevole, risulta pertanto altamente probabile.

Non sono stati purtroppo forniti i dettagli di queste informazioni per le Amministrazioni locali.

Informazioni regolari ma meno puntuali sui derivati stipulati dalle Amministrazioni centrali sono rilevabili nei conti finanziari della Banca d'Italia. In base ai dati trimestrali recentemente pubblicati nel database di Eurostat, il valore di mercato dei derivati delle Amministrazioni centrali ammontava, alla fine del 2014, a un valore negativo di 39,3 miliardi (tab. 4)⁹.

Informazioni sui riflessi dei derivati sul fabbisogno e sul debito delle Amministrazioni pubbliche si ricavano dalla *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche secondo il trattato di Maastricht*¹⁰ e in altre pubblicazioni dell'Istat, come ad esempio, *Sintesi dei conti ed aggregati economici delle Amministrazioni pubbliche*.

Se si osservano i dati elaborati secondo il SEC95, emerge che dal 1998 al 2005 dalle operazioni in *swap* e *forward rate agreements* sono derivati flussi positivi in termini di

⁹ Cfr. per i dati fino al 2013, Banca d'Italia (2015), *Supplementi al Bollettino statistico – Indicatori monetari e finanziari, Conti finanziari*, 3 febbraio, n. 6; per il 2014, Eurostat database, *Financial balance sheets*. Nei conti finanziari vengono indicati trimestralmente il valore di mercato, positivo e negativo, dei contratti derivati sottoscritti dalle Amministrazioni centrali e da quelle locali sia con le banche residenti sia con quelle estere; non sono però riportati i rispettivi valori nozionali. Nel Supplemento sul debito delle Amministrazioni locali, come vedremo oltre, viene indicato anche il valore nozionale dei contratti sottoscritti da queste ultime, ma solo con le banche residenti in Italia (ossia banche italiane e filiali italiane di banche estere).

¹⁰ Cfr. la Notifica pubblicata dall'Istat il 21 aprile 2015. La versione presentata in sede europea è disponibile, assieme a quelle degli altri paesi europei, al seguente link: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit-procedure/edp-notification-tables>.

interessi che hanno avuto effetti di riduzione dell'indebitamento netto per un ammontare complessivo di poco meno di 8 miliardi. Dal 2006 si è avuto l'effetto opposto: i flussi negativi hanno peggiorato i conti, riflettendo l'andamento dei tassi di interesse, per un valore complessivo di oltre 11 miliardi fino al 2013 (fig. 2). I dati in base al SEC2010 non sono disponibili per lo stesso arco temporale ma solo dal 2004, se si ricorre alle statistiche dei conti finanziari. Nella Notifica sul debito e sull'indebitamento netto dello scorso 21 aprile (tab. 5) emerge che nell'ultimo quadriennio il flusso netto di pagamenti è risultato in media pari a 3,1 miliardi l'anno, mentre l'effetto complessivo sul debito è stato pari mediamente a 4,2 miliardi (5,6 e 5,5, rispettivamente, nel 2012 e nel 2014).

4.2 Elementi informativi sulle Amministrazioni locali

Con riferimento ai contratti stipulati dalle Amministrazioni locali, è in corso di realizzazione presso la Direzione II del Dipartimento del Tesoro¹¹ una banca dati grazie alla quale si renderanno disponibili i dati relativi al nozionale dei derivati ridotto per la parte già ammortizzata¹² e al valore di mercato dei contratti¹³.

Nel frattempo, è stata resa disponibile una reportistica relativa alla serie storica annuale del valore nozionale sia dei contratti in essere che di quelli estinti o cessati, da cui si ricava implicitamente anche il flusso di nuove stipule¹⁴.

Il valore di mercato dei contratti è pubblicato, insieme al valore nozionale, semestralmente dalla Banca d'Italia, con riferimento alla quota parte dei contratti stipulati con le banche residenti in Italia. In base alle informazioni più recenti¹⁵, esso è aumentato da 0,9 miliardi di fine 2007 a 1,4 a fine 2014 a fronte di un valore nozionale dei contratti, pari a 31,5 miliardi a fine 2007, 27,0 a fine 2008, per poi scendere a 9,3 miliardi alla fine del 2014 (tab. 6).

¹¹ Cfr. quanto affermato nell'audizione del 26 febbraio dal Capo della Direzione II del Dipartimento del Tesoro.

¹² I dati attualmente disponibili si riferiscono al valore nozionale iniziale dei derivati sottoscritti dalle Amministrazioni locali che potrebbe essersi ridotto negli anni per gli *swap* di ammortamento, finalizzati a costituire il capitale necessario al rimborso di titoli a scadenza.

¹³ Attualmente informazioni in proposito, riferite all'esercizio 2013, possono trarsi dalla *Relazione sulla gestione finanziaria degli enti territoriali per il 2013* della Corte dei conti (delibera 29/2014).

¹⁴ Cfr. *Report 4 – Contratti derivati estinti e scaduti al 31.03.2015* e *Report 5 – Serie storica dei contratti derivati vigenti al 31 dicembre di ogni anno* al link: http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/enti_locales/statistiche.html.

¹⁵ Cfr. Banca d'Italia (2015), *Supplementi al Bollettino statistico, Indicatori monetari e finanziari – Debito delle amministrazioni locali*, 27 febbraio, n. 12. Vengono riportati, due volte l'anno, il valore nozionale e il valore di mercato delle operazioni in derivati effettuate dalle Amministrazioni locali con le banche residenti in Italia (ossia banche italiane e filiali italiane di banche estere), il numero di enti sottoscrittori e la distribuzione geografica degli stessi, utilizzando i dati provenienti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza e della Centrale dei rischi (i dati non includono, quindi, le operazioni condotte dagli enti di maggiore dimensione con intermediari non residenti).

Pur considerando che i derivati di importo maggiormente significativo sono quelli stipulati con le banche estere¹⁶, limitate considerazioni possono operarsi con riferimento al valore di mercato dei contratti stipulati con le banche operanti in Italia, da cui emerge un'incidenza rispetto al nozionale (-15,2 per cento nel 2014) più contenuta di quella registrata complessivamente per lo Stato (-26,2 per cento). Ciò potrebbe dipendere, almeno in parte, dalla rilevanza per il comparto delle Amministrazioni locali dei derivati finalizzati al rimborso a scadenza di titoli (*bullet amortizing swap*).

Le Amministrazioni locali in passato hanno fatto ricorso massicciamente agli strumenti derivati in assenza di un adeguato contesto normativo; la complessità degli strumenti utilizzati, la difficoltà della loro valutazione, l'incremento degli oneri finanziari e la riduzione della trasparenza dei conti pubblici, ha portato a partire dal 2001 a successivi interventi, fino a pervenire al divieto di stipulare contratti derivati¹⁷. I dati confermano che a partire dal 2008, con l'entrata in vigore di tale divieto, il numero dei nuovi contratti si è ridotto drasticamente; dal 2005 è iniziato un processo di estinzione anticipata dei contratti in essere che ha portato alla cessazione della metà dei contratti complessivamente stipulati a partire dal 1997. Gli andamenti dei primi mesi del 2015 mostrano il prosieguo della stessa tendenza¹⁸, che dovrebbe ricevere un ulteriore impulso dall'attuazione del processo di *buy back* dei titoli del debito regionale, previsto dal DL n. 66/2014, e dalla connessa chiusura dei derivati collegati ai titoli oggetto di riacquisto. Per un approfondimento di tale aspetto si rinvia all'Appendice 3.

4.3 Cenni sull'utilizzo dei derivati da parte delle Amministrazioni pubbliche all'estero

Un confronto a livello internazionale relativo alle Amministrazioni pubbliche, può essere effettuato, con molta cautela, utilizzando i dati Eurostat. Quest'ultima ha pubblicato dati annuali sulle operazioni in derivati per singolo paese (ad eccezione del Regno Unito), distinti per livelli di governo (Amministrazioni centrali, Amministrazioni locali ed Enti di previdenza) fino a tutto il 2013.

Valori di mercato negativi in rapporto al PIL simili a quelli italiani (che sono saliti ininterrottamente dal 2010 al 2012, passando da -1,2 a -2,1 per cento, per poi scendere

¹⁶ Le banche nazionali sono infatti controparte principalmente di derivati di piccolo importo, coprendo il 66 per cento dei contratti ma solo il 38 per cento del valore nozionale complessivo.

¹⁷ Risultano escluse dal divieto le sole fattispecie relative alle novazioni soggettive, alle rimodulazioni a seguito della modifica di valore della passività sottostante e all'acquisto di contratti di tipo "cap". Per un breve excursus della normativa che ha interessato l'operatività in derivati delle Amministrazioni locali, si veda: 1) Ufficio Parlamentare di bilancio (2015), *Focus tematico* n. 3 "I contratti derivati stipulati dalle Amministrazioni pubbliche: caratteristiche e finalità", <http://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2015/02/Focus-3.pdf>; 2) Banca d'Italia (2009), *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, Audizione del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, Daniele Franco.

¹⁸ Cfr. i dati mensili pubblicati sul sito del Dipartimento del tesoro al seguente link: http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/enti_locales/statistiche.html

a -1,8 per cento nel 2013), sono registrati in Grecia e, in misura leggermente inferiore, in Germania, Irlanda e Portogallo. Valori di mercato positivi sono riscontrati in Svezia, Finlandia, Paesi Bassi e, in misura minore, in Polonia e Danimarca (tabb. 7-8).

In percentuale del debito, la situazione cambia: valori di mercato negativi sono presenti in Italia, Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Irlanda e, in misura più ridotta, in Germania, Lettonia e Portogallo. Valori di mercato positivi emergono, invece, in Svezia, Finlandia, Malta, Paesi Bassi, Danimarca e, in misura meno rilevante, in Polonia (tab. 9).

In alcuni paesi i contratti derivati sono stipulati anche dagli Enti di previdenza, ad esempio in Francia, in Finlandia e in Svezia.

Per il 2014, anno non disponibile nelle tabelle 7-9, il confronto può essere fatto se si guarda alle statistiche trimestrali sulle attività e passività dei conti finanziari, sempre pubblicate da Eurostat.

Per alcuni paesi, i dati mostrano cambiamenti repentini del valore di mercato dei contratti derivati da un anno all'altro: ad esempio, la Germania registra nel 2010 una variazione negativa nel valore di mercato rispetto all'anno precedente di quasi 19 miliardi, mentre i Paesi Bassi registrano nel 2011 un aumento del valore positivo di mercato di circa 7,4 miliardi. Dati con un andamento di questo tipo andrebbero corredati da una breve spiegazione per aiutare l'interpretazione e per eliminare ogni dubbio sull'esistenza di eventuali break strutturale delle serie storiche o sulla qualità delle informazioni.

Tuttavia, come anticipato all'inizio del paragrafo, il confronto internazionale va fatto con molta cautela. I dati presentano delle disomogeneità e diversi gradi di copertura del fenomeno (non tutti i paesi riportano gli importi distinti per i diversi livelli di governo e non sempre sono indicati gli importi di tutti i livelli di governo). È probabile che, con le modifiche introdotte nel trattamento statistico delle operazioni in derivati e la conseguente maggiore rilevanza che le informazioni al riguardo hanno assunto nell'ambito della *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche*, alcune di queste differenze statistiche vengano meno. Quanto meno è auspicabile che le istituzioni europee compiano uno sforzo di trasparenza per garantire l'omogeneità e la confrontabilità di questi dati.

5. L'operatività in derivati in Italia

La facoltà del Tesoro di stipulare contratti derivati è regolamentata da un quadro legislativo alquanto generale.

Inizialmente la legge finanziaria per il 1985 (L. 22 dicembre 1984, n. 887) autorizzava il Ministro del Tesoro a utilizzare derivati solo per operazioni di ristrutturazione di debiti esteri, e quindi a sottoscrivere *swap* di cambio (*cross currency swap*) per prestiti in valuta straniera. Con il Decreto

del Ministro del Tesoro del 10 novembre 1995 la possibilità è stata estesa anche ai prestiti in valuta nazionale al fine di minimizzare il costo del debito, con obbligo di trasmissione di una relazione semestrale alla Corte dei Conti su tutta l'attività di gestione del debito.

Con la legge 23 dicembre 1996 n. 662, il Ministro viene investito di una più ampia facoltà di ristrutturare il debito pubblico interno ed estero, in relazione alle condizioni di mercato, avvalendosi degli strumenti a disposizione dei mercati.

Da ultimo, il Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico (DPR 30 dicembre 2003, n. 398) prevede che il Ministro dell'Economia e delle finanze emani annualmente dei decreti "cornice" che consentano al Dipartimento del Tesoro di procedere alle emissioni di titoli di Stato in essi previste, con determinati limiti di composizione e a effettuare altre operazioni, comprese quelle di ristrutturazione del debito interno ed estero.

Il primo dei decreti annuali è quello del 22 aprile 2005 (decreto cornice per il 2005); dopo aver riassunto le norme stabilite in precedenza riguardanti anche i derivati, prevede che la stipula e l'approvazione delle operazioni siano effettuate dal Direttore della Direzione II e che ne sia data comunicazione al Gabinetto del Ministro e al Direttore Generale del Tesoro. In particolare, viene stabilito che il Direttore della Direzione II firmi i contratti I.S.D.A. (*International Swap Dealers Association Master Agreement*), vale a dire un contratto "quadro"¹⁹, che intercorreranno tra il MEF e le controparti di operazioni in *swap*, "nonché ogni accordo connesso, preliminare o conseguente alla gestione del debito".

Lo schema e il contenuto del decreto si è ripetuto negli anni, tranne che per le indicazioni strategiche sulle quote di titoli di Stato da raggiungere alla fine di ogni anno e gli obiettivi da perseguire. Il DM del 1995 e i decreti "cornice" annuali emanati dal 2005 hanno dettato le linee strategiche della politica di emissione e gli obiettivi delle operazioni di ristrutturazione del debito.

La facoltà di stipulare operazioni di *swap* è specificamente menzionata nei decreti ministeriali emanati a decorrere dal 2005 e va pertanto considerata nell'ambito generale della gestione del debito e tra gli strumenti che consentono al Dipartimento del Tesoro, insieme alla politica di emissione, di raggiungere gli obiettivi. In particolare, i derivati rappresentano uno strumento complementare alla politica di emissione per ridurre il rischio di tasso e di cambio.

Come ricordato nell'audizione dello scorso 10 febbraio, fino alla prima metà degli anni novanta, il Tesoro aveva necessità di proteggersi da fluttuazioni eccessive del tasso di cambio avendo una quota del debito pubblico pari a circa il 5 per cento in valuta estera. Peraltro, i *cross currency swap* erano gli unici derivati sottoscrivibili. Dal 1995 al 2005 l'obiettivo perseguito diventa il contenimento dell'indebitamento netto attraverso la riduzione dei flussi d'interesse e l'allungamento della *duration* complessiva del debito, ossia del tempo medio ponderato fino al prossimo rinnovo dei flussi di pagamento relativi al portafoglio di titoli e derivati. Il Tesoro ha fatto ricorso in questo caso a *swap* di tassi di interesse e a *swaption*.

¹⁹ Si tratta di un contratto standard che contiene le regole generali alle quali le parti contraenti fanno riferimento per la conclusione dei singoli contratti in strumenti derivati e che quindi disciplina la maggior parte delle azioni e degli obblighi derivanti dagli accordi conclusi.

Dal 2005, vista la composizione dei titoli di stato, in cui era prevalente la quota di titoli a tasso fisso e a lungo termine, l'obiettivo dell'attività in derivati rimane l'allungamento della *duration*, soprattutto per finalità assicurative, in un momento in cui i tassi a lungo termine si collocavano a livelli storicamente ai minimi (fig. 3). Da notare che l'evoluzione economica imprevista, con la crisi dei debiti sovrani e le misure adottate per fronteggiarla, ha fatto sì che l'evento atteso (il rialzo dei tassi) non si realizzasse. Di conseguenza, dopo un periodo di flussi di pagamento positivi per il bilancio pubblico, si sono materializzati flussi netti negativi che hanno un effetto contrario, peggiorando i conti.

Sempre secondo la ricostruzione del Capo della Direzione II del Dipartimento del Tesoro, dal 2011 la nuova regolamentazione della vigilanza bancaria spingeva le banche a ridurre le loro esposizioni, soprattutto a lungo termine, e a coprirsi contro il rischio di controparte, anche verso gli stati sovrani non più percepiti come sicuri. Hanno avuto ampia e rapida diffusione i modelli di *credit value adjustment*, ossia modelli in grado di valutare il rischio di insolvenza di una controparte (in questo caso uno Stato sovrano) priva di garanzie (ossia non collateralizzata) sulla base della probabilità implicita nei *credit default swap* della controparte stessa. Le banche cercarono di ridurre la loro esposizione nei confronti dell'Italia e, visto il circolo vizioso che si era creato tra crisi delle banche e crisi del debito sovrano, e il conseguente effetto sui *credit default swap*, lo Stato preferì procedere, da un lato, a redistribuire l'esposizione tra le diverse banche attraverso operazioni di *novatione*, dall'altro, a ridurre la durata di alcune posizioni, a parità di valore di mercato, associando a esse la vendita di opzioni per ridurre l'effetto negativo sulla spesa per interessi.

Dal 2012 circa, sono state realizzate operazioni di riduzione della *duration*, indotte dall'esigenza delle controparti di contenere l'esposizione nei confronti dell'Italia in vista della progressiva entrata in vigore della nuova regolamentazione EMIR sui derivati. Tale normativa ha previsto infatti vincoli onerosi a carico delle parti che vantino posizioni attive sui derivati, che potrebbero tradursi in perdite nel caso in cui le controparti risultino insolventi. La riduzione della durata dei contratti, in alternativa alla diminuzione del loro valore nozionale, costituisce una modalità per contenere l'esposizione.

In aprile il Ministro dell'Economia e delle finanze ha annunciato l'adozione di una strategia di chiusura anticipata dei contratti più onerosi (*phasing out*)²⁰.

6. I rischi connessi con i contratti derivati e gli strumenti per la loro gestione

Seppur destinate a coprire da determinati rischi, le operazioni in derivati sono essi stessi fonte di rischiosità.

²⁰ Cfr. quanto affermato dal Ministro dell'Economia nell'incontro con la stampa estera del 27 aprile 2015.

L'elemento più evidente di rischio è quello di mercato, relativo all'andamento delle variabili sottostanti (ad esempio, i tassi di interesse e di cambio) che possono produrre un peggioramento inatteso dei flussi di pagamento. Come già evidenziato in precedenza, questo elemento negativo deve essere letto proprio alla luce della componente di copertura dello strumento; come in un contratto assicurativo si paga un premio annuale, anche in assenza di evento assicurato, così nel caso di un derivato, nei periodi di tassi bassi, si paga un flusso più elevato per garantirsi un flusso contrario quando i tassi sono più elevati.

Al rischio di mercato si affiancano: 1) i rischi di controparte o di credito, dovuti all'eventuale insolvenza o inadempienza contrattuale da parte del debitore; 2) i rischi di concentrazione, connessi con la realizzazione di operazioni di grandi dimensioni con poche controparti; 3) i rischi legali, riconducibili a carenze nella documentazione e alla violazione di norme regolamentari; 4) i rischi operativi, conseguenti a frodi, errori e inadeguatezze delle procedure.

Altri rischi possono derivare da clausole che comportano prestazioni a carico delle controparti che si ampliano al verificarsi di alcuni eventi. In questi casi, l'effetto leva degli strumenti derivati aumenta²¹.

Nello specifico caso degli strumenti derivati, l'effetto leva deriva dal fatto che essi possono consentire all'investitore di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale a disposizione e di beneficiare di un rendimento possibilmente maggiore di quello derivante da un investimento diretto nel titolo sottostante. La leva finanziaria costituisce, pertanto, un indicatore del rischio assunto mediante la stipula di un derivato qualora il mercato si muova nella direzione opposta a quella attesa (un elevato valore della leva implica una maggiore rischiosità dello strumento finanziario).

La presenza di clausole di chiusura anticipata o automatica al verificarsi di particolari eventi, oppure di clausole in generale non standardizzate, di difficile valutazione al momento della sottoscrizione del contratto possono accrescere i rischi. Le clausole che vengono apposte alterano il profilo di rischio e dunque il prezzo associato al singolo contratto.

Il controllo del rischio dovrebbe essere, analogamente a quanto fatto dagli operatori privati, un obiettivo del soggetto pubblico che stipula un contratto derivato. L'*accountability* deve essere garantita attraverso la pubblicazione di set informativi regolari che forniscano alcune informazioni necessarie affinché gli stakeholder (parlamento e cittadini) siano in condizione di effettuare valutazioni corrette sul livello di rischio sottostante alla gestione del debito pubblico.

Il quadro interno vigente presenta margini di miglioramento significativi. Nell'ambito di una adeguata cornice regolatoria, l'utilizzo degli strumenti derivati è utile per una

²¹ Per leva finanziaria si intende la possibilità di potere effettuare un investimento in un elevato ammontare di attività finanziarie impiegando un basso tasso di capitale; può essere definita come il rapporto tra il valore delle posizioni aperte e il capitale investito.

gestione cautelativa del debito, laddove una rinuncia radicale a queste forme di copertura potrebbe apparire eccessivo.

Ad esempio, alle attuali condizioni dei tassi, la stipula di tali contratti potrebbe risultare efficace ai fini della copertura dal rischio di aumenti futuri dei tassi. Sulla base dell'esperienza internazionale, vi sono alcune direttrici che possono essere seguite: delineare in via preventiva la politica dei rischi (*risk policy*) adottata dal Governo e la cornice entro la quale gli uffici incaricati della gestione del debito sono chiamati ad operare (*risk framework*), dando conto del proprio operato in una apposita informativa (*reporting*), al fine di consentire - seppure nel rispetto di margini di riservatezza in più occasioni richiamati dal Governo - la verifica della rispondenza della politica dei rischi effettivamente perseguita rispetto a quanto indicato nelle linee guida prefissate.

6.1 *Il controllo interno. Le procedure di risk management*

Se si osserva l'esperienza internazionale, i paesi caratterizzati da un'attiva gestione del debito si avvalgono in genere di strutture, a volte separate dal Ministero dell'Economia o delle Finanze, che agiscono seguendo specifiche linee-guida dettate a priori dal Ministro o dal Parlamento, e danno regolarmente conto del loro operato in appositi *report* più o meno dettagliati. Questo è il caso, ad esempio, del Belgio, della Francia, del Giappone, del Portogallo, del Regno Unito, della Spagna e della Svezia²². Alcune di queste strutture sono organizzate come vere e proprie 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.

La presenza di una unità di *risk management* o di più divisioni, ognuna concentrata su un diverso rischio, oggetto di controlli interni, che operano in base a linee guida ben specificate, sembrerebbe essere l'elemento comune ai paesi che hanno una maggiore trasparenza e *accountability*.

Nell'esperienza italiana, dalle informazioni disponibili, la Direzione II del Dipartimento del Tesoro, sembra essere organizzata secondo buone pratiche simili a quelle adottate dagli operatori privati e da molti stati esteri. Inoltre, vista l'esperienza passata e i correnti elevati valori di mercato, si potrebbe valutare l'utilizzo di clausole di *stop loss* per evitare di raggiungere determinati livelli considerati troppo consistenti.

Senza voler entrare nel dettaglio di come configurare una procedura di controllo interno, ogni nuovo contratto andrebbe inoltre corredato:

- da un set informativo minimo, con piena circolazione interna, contenente: l'indicazione delle parti, le date di inizio e di fine pagamento, i tassi di interesse, il valore nozionale, l'eventuale presenza di regole di estinzione anticipata e garanzie,

²² Per una breve descrizione, si veda l'Appendice 4.

il valore di mercato, l'ammontare dell'*upfront* e l'indicazione di chi lo ha pagato (schemi per le principali tipologie di derivato sono presentati nell'Appendice 5);

- da un'analisi di sensitività del valore di mercato e del flusso annuo di uscite nette al variare delle condizioni di tasso di interesse o di cambio;
- dalla distribuzione probabilistica degli scenari nei quali ciascun contratto può effettivamente assolvere la funzione di copertura dei rischi a fronte dei quali è stato stipulato, ovvero potrebbe dar luogo alla realizzazione effettiva del rischio assunto al momento della vendita di opzioni.

6.2 Il controllo esterno. Le linee guida e gli elementi di accountability

Ulteriori elementi per un nuovo disegno regolatorio riguardano l'opportunità di predisporre e rendere pubbliche le linee guida che rendano esplicita la politica dei rischi (*risk policy*) adottata dal Governo e definiscano la cornice entro la quale gli uffici incaricati della gestione del debito sono chiamati ad operare (*risk framework*). Tale strumento, ove sufficientemente dettagliato, porrebbe alcuni vincoli preventivi alla operatività degli uffici preposti alla gestione del debito, consentendo di controllare se l'amministrazione ha operato nel rispetto delle linee guida prefissate.

Dal 2005 vengono emanati decreti ministeriali con linee-guida per la politica di emissione e ristrutturazione del debito e indicazioni generali sulle finalità di utilizzo degli *swap*. Viene anche pubblicato un rapporto "*Linee guida della gestione del debito pubblico*" in cui si dà conto dell'anno appena chiuso e si informano i mercati sulle politiche di emissione per tipologia di titolo per l'anno in corso. Nel documento sono ancora incompleti gli indirizzi posti in materia di operazioni in derivati. Le linee-guida per la stipula dei contratti derivati da parte dell'amministrazione centrale potrebbero chiarire:

- a. i criteri di individuazione del livello ottimale di copertura (*hedging*) dal rischio di variazione dei tassi o dei cambi, a fronte, rispettivamente, di posizioni debitorie a tasso variabile o espresse in valuta estera.

L'obiettivo ottimale di copertura potrebbe infatti essere definito a priori in una quota fissa delle esposizioni debitorie esposte al rischio, oppure essere espresso in funzione dei tassi o cambi correnti e attesi, indicando obiettivi di copertura crescenti in funzione della probabilità stimata di rialzo dei tassi o dei cambi. Con tale indicazione risulterebbe possibile valutare, ad esempio, se l'attuale quota di debito esposta al rischio di tasso nel breve medio periodo (circa l'8 per cento, pari alla quota di BOT e CCT sul debito totale) necessiti di copertura o meno.

- b. in quali casi l'utilizzo dei derivati debba ritenersi necessario, configurandosi in caso contrario un'imprudente assunzione di rischi.

A titolo esemplificativo, alcuni paesi consentono emissioni in valuta unicamente nei mercati nei quali sia possibile la contemporanea sottoscrizione di contratti derivati finalizzati alla copertura del rischio di cambio²³.

²³ Cfr. ad esempio la Svezia.

- c. se e a quali condizioni sia opportuno l'utilizzo dei derivati per finalità di modulazione della *duration* del debito.

Tale finalità costituisce attualmente quella preminente nell'ambito dei contratti stipulati dal governo centrale. Come visto, i derivati sono infatti stati utilizzati in una prima fase per aumentare la *duration*, e in una seconda fase per ridurla, al fine di riequilibrare un eccessivo spostamento sul lungo termine. Occorre tenere conto che per tale finalità appaiono maggiormente funzionali modifiche al margine delle emissioni sulle diverse strutture dei tassi, da modulare al variare dell'andamento dei tassi a breve e lungo termine.

- d. un indirizzo specifico potrebbe chiarire se e in quali condizioni sia ammissibile la vendita di *swaption*.

Trattandosi di strumenti speculativi, in cui il venditore non si copre ma si espone ad un rischio speculativo, andrebbe chiarito se e a quali condizioni sia ammissibile l'utilizzo di tali strumenti. Ove tale utilizzo, finalizzato alla riduzione del fabbisogno a prezzo dell'assunzione di un rischio per il futuro, sia considerato ammissibile, andrebbero evidenziate le condizioni, in termini di scenari di sensitività e analisi probabilistica, alle quali la stipula di *swaption* possa essere considerata effettivamente funzionale ad una strategia di sostenibilità degli oneri del servizio del debito.

Anche se la definizione di linee guida specifiche per l'operatività in derivati arriverebbe in una fase in cui – per diverse considerazioni tra cui, come visto in precedenza, la modifica dei criteri contabili operata dal SEC2010 – l'interesse alla stipula di nuovi contratti risulta estremamente ridotta, occorre sottolineare l'utilità di adottare linee-guida stringenti per l'utilizzo degli strumenti derivati. Tale processo si è verificato, ad esempio nel settore privato, nel quale il ricorso ai derivati si è notevolmente ridotto a seguito del recepimento dei principi internazionali volti a regolamentarne l'uso e a definire il set informativo obbligatorio a corredo dei documenti di bilancio nel caso di utilizzo dei derivati. A questo proposito, l'analisi comparata, riportata nell'Appendice 2, relativa ai vincoli contabili e agli obblighi informativi previsti per il settore privato, per le amministrazioni locali e per le amministrazioni centrali mostra un certo ritardo dello Stato centrale rispetto agli altri settori.

6.3 Il controllo esterno. Il reporting

Con riferimento al reporting, sul sito del MEF esistono già regolari informazioni sulla composizione, sulla vita residua media ponderata mensile e sulla scadenza suddivisa per anno dei titoli di Stato, sulla vita media del debito, sul volume degli scambi sul mercato secondario. Sono invece frammentarie o, per alcuni aspetti inesistenti, le informazioni regolari sulle operazioni in derivati, anche se il MEF si è impegnato a pubblicare con regolarità elementi informativi.

In proposito, il MEF ha richiamato alcune motivazioni a sostegno dell'opportunità di mantenere margini di riservatezza:

- il rischio di perdita di potere contrattuale da parte del contraente sovrano rispetto alle controparti, per la quale è stata ricordata l'esigenza di un "equilibrio tra il

controllo pubblico e la tutela della capacità negoziale nei confronti delle controparti. Una *disclosure* totale non viene praticata da nessun emittente, perché ne indebolirebbe le capacità negoziali con la conseguenza di aumentare il costo della gestione del debito”²⁴;

- le esigenze di riservatezza delle controparti e la maggiorazione di prezzo che esse richiederebbero a fronte della *disclosure* loro imposta, limitatamente ai singoli contratti da queste stipulati con il Governo italiano;
- la possibile presenza, con riferimento ai contratti in essere, di eventuali clausole di “*non disclosure agreement*” che vincolino entrambe le parti a obblighi di riservatezza, pena le sanzioni economiche e reputazionali correlate mancato rispetto di contratti sottoscritti.

Il rispetto di limitati margini di riservatezza è in parte correlato alla natura stessa dei derivati *over the counter*, in ragione della natura bilaterale di tali strumenti, sottratti al regime di pubblicità dei contratti negoziati nei mercati regolamentati.

La consapevolezza di questi aspetti non dovrebbe però far venire meno l’esigenza di *disclosure* ai fini, soprattutto, del controllo della componente di rischio del portafoglio esistente. In quest’ottica, appare utile la sistematizzazione delle informazioni in un unico documento di reporting, reso disponibile con cadenza semestrale, nel quale siano inseriti:

- una 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;
- per ciascun contratto nel portafoglio derivati dello Stato o, almeno per ciascuna tipologia di contratto, il valore di mercato, l’entità dei pagamenti netti impliciti ad 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.

Allo stesso modo è importante essere informati sull’esistenza di contratti per i quali sarebbe oggi invece conveniente per il Tesoro esercitare la clausola di chiusura anticipata e sul risparmio che da ciò scaturirebbe. Infine, sarebbe utile acquisire informazioni sull’eventuale esistenza di contratti con “effetto leva”, cioè stipulati, anche solo parzialmente, con i flussi di interesse generati da altri contratti.

Altre informazioni che potrebbe essere importante rendere pubbliche sono quelle relative al modello di *pricing* utilizzato dalla Direzione II: in particolare, se utilizza un unico modello o più modelli, come vengono valutati i rischi delle diverse operazioni, se si

²⁴ Cfr. quanto affermato dal Direttore del Tesoro, dott. Vincenzo La Via, nella lettera al direttore del Sole 24 ore del 4 marzo 2015.

avvale di personale specializzato o si appoggia a terzi, quali modelli probabilistici utilizzano. Conoscendo il modello di *pricing* e avendo le informazioni menzionate in precedenza, si avrebbe piena *accountability* dell'operato del Governo.

7. Conclusioni

È probabile che in passato l'esigenza di copertura assicurativa non abbia costituito l'unica motivazione del ricorso ai derivati e che un ruolo abbia svolto anche quella di migliorare il quadro dei conti. La modifica dei criteri di registrazione statistica sembra aver ormai chiuso questa possibilità.

Nella situazione attuale, la motivazione principale che emerge a favore dell'utilizzo di derivati è quella della copertura assicurativa dal rischio di rialzo dei tassi di interesse (oltre naturalmente a quella dal rischio di cambio). Copertura assicurativa che ovviamente riguarda la componente del debito finanziata con titoli a tasso variabile, oggi molto inferiore rispetto al passato: se nel 1995 la quota dei titoli a tasso variabile era pari a circa il 50 per cento, oggi essa è di quasi il 14 per cento. L'esigenza di copertura assicurativa è, quindi, più limitata e i suoi benefici andrebbero valutati a fronte dei costi potenziali associati al ricorso a derivati. Estranea a esigenze assicurative è la vendita da parte dello Stato di *swaption*.

In ogni caso, la gestione di strumenti complessi richiede che l'amministrazione sia dotata di tecno-strutture organizzative in grado di valutare i rischi e di confrontarsi ad armi pari con gli intermediari finanziari. Al riguardo, sembra opportuna una riflessione da parte del MEF sul rafforzamento di questa linea di attività nell'ambito della Direzione II del Dipartimento del Tesoro, che peraltro dal punto di vista dei risultati ottenuti nella gestione convenzionale del debito (politica delle emissioni, ecc.) costituisce un'esperienza di eccellenza.

Oltre alla capacità interna del Ministero di valutare il rischio delle operazioni, è cruciale l'*accountability* nei riguardi del Parlamento e dell'opinione pubblica. Qualche indicazione a questo riguardo la si può trarre dalle esperienze internazionali. Innanzi tutto, in un'ottica ex ante, è cruciale l'adozione di linee guida dettagliate sui criteri di gestione del debito pubblico, soprattutto riguardo al ricorso a strumenti derivati. In un'ottica ex post, il quadro informativo dovrebbe basarsi su 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. Informazioni di sintesi sull'effetto sui conti pubblici dovrebbero essere fornite separatamente nell'ambito dei documenti di programmazione, sia per i consuntivi che per le previsioni.

APPENDICE 1

Imputazione degli effetti dei contratti derivati sul debito delle Amministrazioni pubbliche

Se un contratto derivato non nasce alla pari, ai fini dell'imputazione, viene scorporata la componente pari al valore di mercato negativo iniziale, che viene riclassificata come debito (e che potrebbe dar luogo ad un *up-front*). Conseguentemente, anche il flusso di cassa annuale prodotto dal contratto viene distinto in due parti, quella afferente la quota oggetti di riclassificazione nel debito (quota A) e quella riferibile alla parte restante, non oggetto di riclassificazione nel debito (quota B). La prima parte, a sua volta, viene distinta in due, una destinata a rimborsare la quota capitale secondo un piano stimato di ammortamento del debito (quota A1) e la seconda registrata tra la spesa per interessi, con effetti sul conto economico (quota A2).

A parte le esigue somme registrate sull'indebitamento netto (quota A2), le altre componenti concorrono a determinare le variazioni annuali del debito.

La prima componente è registrata nelle voci di raccordo tra l'indebitamento netto e il debito, quale acquisizione netta di attività finanziarie²⁵. Essa comprende:

- gli interessi derivanti da *swap* (o da quote di *swap*) non oggetto di riclassificazione nel debito, ovvero oggetto di riclassificazione nel debito solo parziale (quota B).
- le entrate e le uscite di cassa derivanti dalla chiusura anticipata dei contratti.

La seconda componente è inclusa tra le poste di aggiustamento del debito, nella quale sono registrati gli effetti connessi a riclassificazioni dei derivati che non danno luogo a variazioni di cassa. E' quanto si verifica, ad esempio:

- nel caso in cui la controparte titolare di una *swaption* eserciti l'opzione, con l'apertura di uno *swap* sbilanciato, cui corrisponde un valore di mercato negativo iniziale, che viene riclassificato come debito;
- nel caso della rinegoziazione di uno *swap* in cui il contratto nascente esponga, al pari di quello estinto, un valore di mercato negativo.

In entrambi i casi si determina una riduzione delle passività in derivati e un aumento del debito.

La Notifica, nel dare conto delle predette componenti, il cui importo complessivo è pari in media a 4,3 miliardi annui, non fornisce informazioni sulle *swaption* esercitate, sui contratti stipulati o rinegoziati e sulle chiusure anticipate, pertanto non si dispone di informazioni di dettaglio sui principali fattori che hanno concorso alla formazione delle

²⁵ L'acquisizione netta di attività finanziarie comprende anche la riduzione delle passività finanziarie: il flusso annuo netto dei pagamenti sui derivati riduce infatti l'ammontare residuo della passività potenziale rappresentata dal valore di mercato negativo dei contratti.

singole voci. Si evidenziano comunque due esercizi di picco: uno nel 2012, che registra un effetto negativo sul debito pari a 5,7 miliardi, sul quale incide la chiusura anticipata dei contratti in essere con Morgan Stanley, e uno nel 2014 di ammontare analogo (5,3 miliardi) sulle cui determinanti non si dispone di informazioni.

APPENDICE 2

Registrazione in bilancio dei derivati per le imprese, gli enti territoriali e lo Stato

Di seguito vengono esaminati in parallelo i criteri utilizzati per la registrazione dei derivati da parte delle imprese, delle amministrazioni locali e dello Stato.

A2.1 Imprese

I flussi netti di interessi generati annualmente dai derivati concorrono a formare il reddito di esercizio e i relativi criteri di contabilizzazione sono rimasti invariati nell'ambito dei principi contabili internazionali.

Innovazioni significative sono invece state introdotte²⁶ in tema di valutazione del valore dei derivati nel conto patrimoniale e sui relativi riflessi sul conto economico. E' stata infatti prevista l'obbligatorietà del criterio di iscrizione degli strumenti finanziari al valore di mercato (*fair value*²⁷) in luogo della precedente valutazione al costo storico. Le variazioni annuali del *fair value* danno luogo a corrispondenti contropartite che incidono sul conto economico nel caso di contratti stipulati per finalità di *trading* o di arbitraggio, mentre non rilevano al fine del reddito di esercizio nel caso di derivati stipulati per finalità di copertura.

Si applica infatti un criterio di contabilizzazione specifico (*hedge accounting*) che presenta varianti diverse a seconda se si tratti di derivati posti a copertura di variazioni di valore di altre attività iscritte nello stato patrimoniale (*fair value hedge*) o a copertura di flussi di cassa attesi (*cash flow hedge*). Nel primo caso si registrano simmetricamente sul conto economico le variazioni di valore del derivato e dell'attività coperta²⁸. In tal modo, eventuali discrasie tra il valore della posta coperta e di quella di copertura incideranno nel conto economico solo nel momento in cui si registreranno i corrispondenti flussi. Nel caso di derivati a copertura di flussi di cassa attesi, la cui contropartita economica ha già inciso sul conto economico²⁹ (*cash flow hedge*), le oscillazioni del *fair value* del derivato non incidono sul conto economico ma danno luogo a una riserva patrimoniale.

Il criterio di registrazione descritto (*hedge accounting*) è oggetto di una apposita *application guidance*³⁰ che specifica che devono essere soddisfatte alcune condizioni volte a suffragare l'ipotesi che le due posizioni siano effettivamente collegate da una copertura efficace. A tal fine l'attività di controllo deve dimostrare l'idoneità dello strumento finanziario a compensare, sia retrospettivamente che in via prospettica, le variazioni indotte nel rischio coperto; inoltre il rapporto tra la variazione del *fair value* o dei flussi dell'elemento coperto e dello strumento di copertura devono rientrare in un *range* compreso tra il 125 per cento e l'80 per cento. In assenza di tali condizioni non dovrebbe trovare applicazione il regime di *hedge accounting* e le variazioni

²⁶ IFRS (*International Financial Reporting Standard*, già denominati IAS), approvati dall'*International accounting standards board* (IASB) e omologati dal regolamento della Commissione n. 1725/2003, ai fini di una migliore integrazione dei mercati finanziari europei.

²⁷ Cfr. in particolare il principio IAS 39.

²⁸ Quest'ultima è infatti a sua volta valutata al *fair value* invece che al costo storico, per ragioni di simmetria rispetto alla posta di copertura.

²⁹ Ad esempio nel caso di incassi attesi in valuta a fronte di vendite già registrate, soggetti a possibili oscillazioni di cambio coperte da derivati.

³⁰ AG 105.

del *fair value* registrate annualmente nel conto patrimoniale dovrebbero trovare una contropartita nel conto economico.

Tra gli ulteriori obblighi informativi indicati nei principi contabili internazionali, è previsto che il valore di mercato degli strumenti derivati sia indicato nelle note integrative al bilancio di esercizio e al bilancio consolidato, con l'indicazione dei criteri adottati per la sua determinazione. Parimenti, nelle relazioni sulla gestione allegata al bilancio di esercizio e consolidato, devono essere indicate le informazioni inerenti l'uso degli strumenti finanziari, ove queste rilevino per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio.

Tali criteri si applicano dal 2006 ai bilanci delle società quotate³¹, mentre è facoltà degli Stati disporre l'estensione degli obblighi informativi e l'ampliamento della platea dei soggetti obbligati. La normativa nazionale ha esteso la regolamentazione descritta alle banche e alle società finanziarie sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia.

A2.2 Amministrazioni locali

I criteri contabili adottati per le amministrazioni territoriali³² prevedono che, nel rispetto del principio dell'integrità del bilancio, la rilevazione dei flussi finanziari relativi a contratti derivati correlati a sottostante indebitamento, avvenga indicando separatamente i flussi finanziari riguardanti il debito originario rispetto a quelli connessi al contratto derivato. La regolazione annuale dei flussi che hanno natura di soli interessi è rilevata, rispettivamente, per l'entrata nel Titolo III (entrate extratributarie) e per la spesa nel Titolo I del bilancio (spese correnti). L'eventuale differenza positiva costituisce una quota vincolata dell'avanzo di amministrazione, destinata, secondo il seguente ordine di priorità, a garantire i rischi futuri del contratto, alla riduzione del debito sottostante in caso di estinzione anticipata, al finanziamento di investimenti.

Gli eventuali flussi in entrata *una tantum* conseguenti alla rimodulazione temporale o alla ridefinizione delle condizioni di ammortamento di un debito sottostante tramite derivati, in conseguenza della loro assimilazione ad indebitamento³³ vengono contabilizzati nel titolo VI delle entrate "accensioni di prestiti". Inoltre, nel caso in cui il derivato sia sorto con un *upfront*, una quota del flusso annuale di spesa è imputato a rimborso di prestiti, sulla base di un apposito piano di ammortamento.

La regolazione annuale degli altri flussi riguardanti contratti di derivati che non hanno natura di interessi, ma sono finalizzati all'ammortamento di un finanziamento da rimborsare a scadenza in un'unica soluzione (*bullet amortizing*), è rilevata nel titolo terzo della spesa concernente le spese per incremento di attività finanziarie.

Nel caso di estinzione anticipata del derivato, la somma ricevuta o pagata, corrispondente al valore di mercato rispettivamente positivo o negativo che il derivato presenta al

³¹ Fin dal 2005 per i bilanci consolidati.

³² Disciplinati dal D.Lgs. n. 118/2011, all. 4.2.

³³ Prevista dall'art. 3, comma 17, della legge n. 350 del 2003.

momento della risoluzione (*mark to market*), ha la stessa natura dei flussi netti originati periodicamente dallo stesso contratto e, pertanto, è imputata, in caso di valore positivo, nel Titolo III delle entrate (entrate extra-tributarie) e, in caso di valore negativo, nel Titolo I delle spese (spese correnti).

A2.3 Bilancio dello Stato

Le operazioni in derivati poste in essere dal Governo centrale sono soggette a obblighi informativi e criteri contabili meno stringenti rispetto a quelli di recente introdotti per le imprese quotate e per le amministrazioni locali.

I flussi di entrate e uscite generati dai contratti sono infatti, salvo alcune eccezioni, oggetto di registrazione congiuntamente ad altri flussi di entrata o uscita.

Le entrate

Sul lato dell'entrata, i flussi attivi di interessi generati dagli *swap* sono registrati nel capitolo 2340/3 "eventuali somme derivanti dalla gestione del debito pubblico", assieme ai dietimi di emissione dei titoli. Gli incassi complessivi registrati nel 2013 ammontano a 939 milioni.

Verrebbero invece registrati autonomamente, ove si verificassero, gli incassi derivanti dalla vendita di *swaptions*, nel capitolo 3241 "ricavo da operazioni finanziarie su diritti di opzione". Tale capitolo viene peraltro riportato solo per memoria, dal momento che incassi a tale titolo non si verificano più da quando le regole contabili europee hanno previsto la relativa inclusione nel debito.

Le spese

Sul lato della spesa, i flussi derivanti dagli *swap* vengono registrati assieme agli interessi sui prestiti internazionali nel capitolo 2219³⁴ che per il 2013 reca uscite per cassa pari a circa 5 miliardi complessivi.

Il flusso negativo di interessi derivante dai derivati ex-ISPA (Alta velocità/Alta capacità) è oggetto di registrazione assieme agli altri titoli del debito ex ISPA, nel capitolo 2222 che reca pagamenti per circa 490 milioni nel 2013.

Le spese in conto capitale per l'estinzione delle operazioni finanziarie vengono registrate, assieme al rimborso di prestiti internazionali, nel capitolo 9539³⁵, che reca pagamenti per 4,8 miliardi nel 2013.

³⁴"Interessi sui prestiti internazionali, interessi derivanti da operazioni di ristrutturazione e di chiusura anticipata di operazioni derivate".

³⁵"Rimborso di prestiti internazionali e pagamento di oneri per l'attuazione o l'estinzione di operazioni di ristrutturazione di prestiti".

Non trova quindi applicazione per il bilancio dello Stato il principio adottato per le Amministrazioni locali che prevede la separazione dei flussi finanziari riguardanti il debito originario rispetto a quelli connessi al contratto derivato.

Inoltre il bilancio di previsione e il rendiconto non sono corredati da una informativa che dia conto degli strumenti derivati stipulati nell'anno di riferimento, né vengono fornite informazioni in merito alle fluttuazioni nella valutazione di mercato dello stock dei contratti in essere.

Il conto del patrimonio effettua la valutazione di attività e passività esplicitando che esse sono al netto dei contratti derivati, mentre non fornisce informazioni in merito a questi ultimi.

Nessuna informativa specifica sull'attività in derivati è fornita nel volume dedicato alla finanza pubblica del Documento di economia e finanza, che pure reca un'approfondita analisi delle dinamiche relative alla gestione del debito.

APPENDICE 3

Procedura di riacquisto dei titoli del debito regionale e di chiusura dei derivati collegati

Un impulso al processo di estinzione anticipata dei derivati sottoscritti dalle Amministrazioni locali dovrebbe derivare nel corso del 2015 dall'attuazione dell'art. 45 del DL n. 66/2014. Tale disposizione, nel finanziare mediante mutui trentennali concessi dal MEF il riacquisto da parte delle regioni delle obbligazioni emesse (nonché la ristrutturazione di mutui pregressi delle regioni verso il MEF), ha previsto l'obbligo per le regioni di chiudere gli eventuali derivati correlati al debito estinto. È inoltre previsto che i derivati con valore di mercato negativo debbano essere inclusi nelle operazioni di riacquisto finanziate dai predetti mutui trentennali, salvo il caso in cui la somma del valore di riacquisto delle obbligazioni e del valore di mercato del derivato superi il valore nominale dei titoli. In tal caso, al fine di evitare un aumento del debito, la norma prevede che non si dia luogo all'operazione. Nel caso invece in cui i derivati espongano un valore di mercato positivo, il relativo importo deve essere utilizzato per effettuare le operazioni di riacquisto dei titoli obbligazionari.

Con decreto ministeriale³⁶ sono state individuate le poste debitorie delle regioni richiedenti ammesse alla procedura di ristrutturazione (tavola A3.1).

Tab. A3.1 – Debiti delle regioni ammessi alla ristrutturazione ai sensi del DL n.66/2014
(milioni di euro)

	Mutui verso il MEF	Obbligazioni	Totale	Derivati collegati alle obbligazioni
Abruzzo		743	743	Sì
Campania	915	2.090	3.005	Sì
Lazio	4.785	1.050	5.835	Sì
Liguria	33	420	453	Sì
Lombardia		1.000	1.000	Sì
Marche		383	383	No
Piemonte		1.800	1.800	Sì
Puglia		870	870	Sì
Sicilia	2.400		2.400	
Totale	8.133	8.356	16.489	

Fonte: Decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze del 10 luglio 2014.

In un proprio comunicato³⁷ il Dipartimento del Tesoro ha evidenziato che, mediante la descritta procedura, verrà rimborsata circa la metà dei BOR in circolazione.

³⁶ Cfr. il decreto ministeriale del 10 luglio 2014.

³⁷ Comunicato del 28 novembre 2011, reperibile al seguente link: http://www.dt.tesoro.it/it/news/titoli_regioni.html.

Considerato che l'importo complessivo delle obbligazioni regionali in circolazione ammonta a circa 13,6 miliardi, qualora tutte le operazioni ammesse alla procedura fossero attuate, il rimborso riguarderebbe circa il 60 per cento delle obbligazioni in essere. E' possibile quindi che la valutazione cautelativa del comunicato (50 per cento) sconti l'eventualità che una quota delle operazioni ammesse in via preventiva, nell'ambito del decreto ministeriale, non risulti attuabile, poiché la loro stipula implicherebbe un incremento del debito complessivo. Uno dei casi in cui l'operazione potrebbe non presentare le condizioni richieste (di non comportare l'aumento del debito complessivo) è proprio quello dei casi in cui il valore di mercato dei derivati sottoscritti risultasse negativo: in tal caso, infatti, la somma del derivato e del valore di riacquisto delle obbligazioni potrebbe eccedere il limite del valore nominale dei titoli. L'operazione non sarebbe pertanto fattibile poiché implicherebbe un aumento del livello del debito.

In merito alle caratteristiche degli intermediari finanziari incaricati di effettuare il riacquisto dei titoli per conto delle regioni, il Tesoro ha precisato³⁸ che tali intermediari sono stati individuati tra gli specialisti in titoli di Stato, escludendo quelli in possesso dei titoli oggetto di riacquisto. Non è invece parimenti affermato che siano stati esclusi gli istituti controparti delle regioni nei derivati collegati alle obbligazioni. La prevista supervisione del MEF sulle operazioni dovrà pertanto assicurare che non si determinino distorsioni per effetto di eventuali conflitti di interessi tra l'intermediazione svolta dalle banche nel riacquisto delle obbligazioni e la chiusura dei derivati collegati di cui le stesse siano eventualmente controparti.

³⁸ Cfr. il citato comunicato stampa.

APPENDICE 4

La gestione del debito pubblico in alcuni paesi europei

In Svezia, il *National Debt Office* è un'autorità pubblica, il cui vertice è nominato dal Ministero delle Finanze, che si occupa della gestione del debito pubblico e di altri aspetti finanziari riguardanti il governo centrale (fornisce garanzie statali e prestiti), promuove la tutela del consumatore e la stabilità del sistema finanziario. L'obiettivo primario, stabilito dal Parlamento e dal Governo, è minimizzare i costi di gestione finanziaria del Governo centrale senza assumere rischi eccessivi, "al fine di garantire che il denaro dei contribuenti venga utilizzato nel modo più efficiente possibile e che il sistema finanziario rimanga stabile". Internamente, il *National Debt Office* è dotato di proprie politiche di azione e linee guida; in particolare, viene predisposto un piano operativo annuale e norme procedurali. Le politiche di gestione del rischio e le norme etiche vengono pubblicate sul sito, sebbene solo in svedese.

Vi è un'area di *risk management*, definita come l'area più rilevante, che si occupa di mantenere il rischio in linea con quello dei principali operatori di mercato. L'identificazione, la gestione e il controllo dello stesso avviene attraverso metodi e modelli ben specificati e vi è una chiara divisione dei compiti e delle responsabilità. Il vertice è il controllore ultimo dell'entità del rischio preso e di come vengono gestite le operazioni. Ogni unità di rischio (di mercato, di credito, operativo) è responsabile di un monitoraggio autonomo complessivo e indipendente e deve fare rapporto ai capi diretti e al vertice. L'attività dell'area è a sua volta controllata da un'unità di revisione interna.

Annualmente viene redatto un rapporto in cui vengono descritti i principali rischi che caratterizzano l'attività del *National Debt Office* e come questi vengono affrontati (viene riportata al riguardo una "mappa dei rischi"). Vengono inoltre elencate le linee guida che dovranno essere seguite nell'anno. Sul sito vengono specificati i limiti esistenti per le transazioni in derivati (requisiti contrattuali, di rating, di maturità, di quantità), i criteri e i metodi per valutare il rischio di questi contratti e una cronistoria della *risk policy* degli ultimi anni. Viene pubblicato anche un bollettino statistico con informazioni sull'evoluzione e la composizione del debito, le emissioni di titoli distinte per tipologia, data e scadenza; contiene il valore nozionale degli *swap* per tipologia e anno di scadenza, nonché le garanzie e i margini a qualunque titolo richiesti; sono riportati grafici con la *duration* e alcuni indicatori propri del *risk management* con riferimento alla composizione del debito e alla *duration*.

In Belgio, la *Belgian Debt Agency*, insieme al *Public Debt Support Financial Markets and Services* fanno parte di una Direzione della *General Administration of the Treasury of the Federal Public Service Finance*. L'Agenzia è nata poco prima dell'ingresso del paese nell'area dell'euro allo scopo di fronteggiare le problematiche che sarebbero sorte dopo la creazione della UEM per effetto della maggiore concorrenza tra emittenti sovrani nel mercato unico. Come una banca ha un *front office*, che esegue materialmente le

operazioni finanziarie (emissioni di titoli, sottoscrizione di derivati e gestione della tesoreria), un *middle office*, che stabilisce le linee strategiche di gestione del debito (la sua struttura e il livello del rischio ad essa associata) e, infine, un *back office*, che si occupa della validazione e del regolamento, via banca centrale, delle operazioni finanziarie decise dal *front office*. Le tre divisioni sono soggette a una unità di revisione interna. Nel personale sono presenti tecnici specializzati in attività finanziarie, creditizie e di processo dei dati. L'Agenzia è vigilata da un Comitato strategico composto da otto membri, il cui Presidente è l'Amministratore generale del Tesoro.

L'Agenzia redige e pubblica all'inizio dell'anno un rapporto in cui viene descritto quanto fatto nel corso dell'anno precedente e si annunciano le linee strategiche per l'anno in corso relativamente alla gestione del debito (vengono fissate le percentuali massime di rischio di rifinanziamento e di ristrutturazione, la vita media del debito, ecc.). Un capitolo viene dedicato ad analizzare quanto accaduto nel precedente anno in termini di *risk management*. Vengono riportate informazioni sulla effettiva *duration* e la vita media residua del debito e sulla variazione mensile del rischio di rifinanziamento. Nell'appendice sono infine riportati un organigramma dell'Agenzia e la lista delle controparti del Governo belga nelle operazioni in titoli. Nessuna informazione è fornita sulle operazioni in derivati.

In Francia, l'*Agence France Trésor* (AFT) è un Dipartimento del Tesoro che risponde del proprio operato direttamente al Direttore generale del Tesoro ed è nato nell'ambito della riforma della pubblica amministrazione con lo scopo di modernizzare la gestione del debito e della tesoreria. È composto da cinque divisioni, nell'ambito delle quali vi sono: quella che analizza l'andamento dei mercati e aiuta a definire le linee guida della politica di emissione dei titoli pubblici sviluppando modelli analitici; quella che si occupa della gestione materiale delle operazioni e delle relazioni con gli operatori, che effettua le aste e opera in contratti derivati e *swaps*; quella dedicata a sviluppare gli strumenti e le procedure per realizzare le transazioni, controllare i rischi associati a ciascuna operazione (in particolare, rischi di mercato, di controparte, operativi e informatici).

L'AFT ha un'attività simile a quella di un'istituzione finanziaria ed è soggetta anch'essa, con qualche piccola modifica, alle raccomandazioni del Comité de la Réglementation Bancaire et Financière. Vi sono controlli regolari in ogni unità operativa e periodiche revisioni interne sull'efficacia dei controlli predisposti; vige la separazione delle funzioni, ad esempio tra l'inizio, la conferma e il controllo dei rischi connessi con le operazioni finanziarie; vi è la fissazione di limiti interni e un'efficace capacità di tenere traccia delle relazioni (ad esempio, di ricostituire le operazioni e flussi di cassa associati in ordine logico). Esiste un manuale delle procedure che fissa il quadro generale di operatività e alcuni elementi standard minimi per la gestione, l'organizzazione e il controllo, che viene approvato dal Direttore del Tesoro.

L'AFT ha sviluppato due nuovi indicatori per valutare la politica di emissione e di gestione del debito che affiancano quello della scadenza del debito. Si tratta di indicatori

di *performance* che confrontano l'effetto delle decisioni prese dall'AFT durante l'anno rispetto a quello risultante dal non seguire alcuna strategia.

In termini di reportistica, viene pubblicato un bollettino mensile con diverse informazioni, tra le quali, le emissioni di titoli e la durata media del debito. In particolare, viene riportata la durata media del debito, includendo ed escludendo gli effetti delle operazioni in *swaps*.

In Germania la gestione del debito è nelle mani dell'Agenzia delle Finanze della Repubblica federale di Germania. Fondata nel settembre 2000 e composta da circa 250 dipendenti, svolge funzioni che in precedenza erano divise tra il Ministero delle Finanze, la Deutsche Bundesbank e la Federal Securities Administration. Gli strumenti a disposizione e la sua struttura organizzativa e del personale, consentono all'Agenzia di rispondere ai mutevoli bisogni e a esigenze dei mercati finanziari in rapida evoluzione e di ottenere buone condizioni di finanziamento per la Repubblica federale di Germania, ridurre i costi in termini di interessi a medio termine e ottimizzare la struttura di rischio dei titoli che compongono il debito. Tra le principali responsabilità vi sono l'emissione di titoli pubblici, prendere in prestito attraverso titoli cambiari (*Schuldscheindarlehen*), operare in derivati e eseguire le operazioni sul mercato monetario per bilanciare il conto della Repubblica federale presso la Deutsche Bundesbank. Dal 1° agosto 2006 l'Agenzia delle Finanze è anche responsabile per la gestione dei conti dei clienti privati e del debito federale. Sui mercati finanziari, l'Agenzia delle Finanze agisce esclusivamente in nome e per conto del governo federale tedesco, garantisce la solvibilità del governo federale e il mantenimento della posizione di emittente benchmark all'interno della zona euro.

Sviluppa analisi di mercato, modelli di gestione del portafoglio, monitoraggio e controllo del rischio. L'Agenzia delle Finanze è soggetta a uno speciale controllo pubblico previsto dal *Federal Government Debt Management Act* e realizzato da un gruppo di esperti di bilancio che rappresentano i diversi gruppi parlamentari del Bundestag. Vengono pubblicati, obbligatoriamente, relazioni annuali sulla *corporate governance*, gestione e controllo.

APPENDICE 5

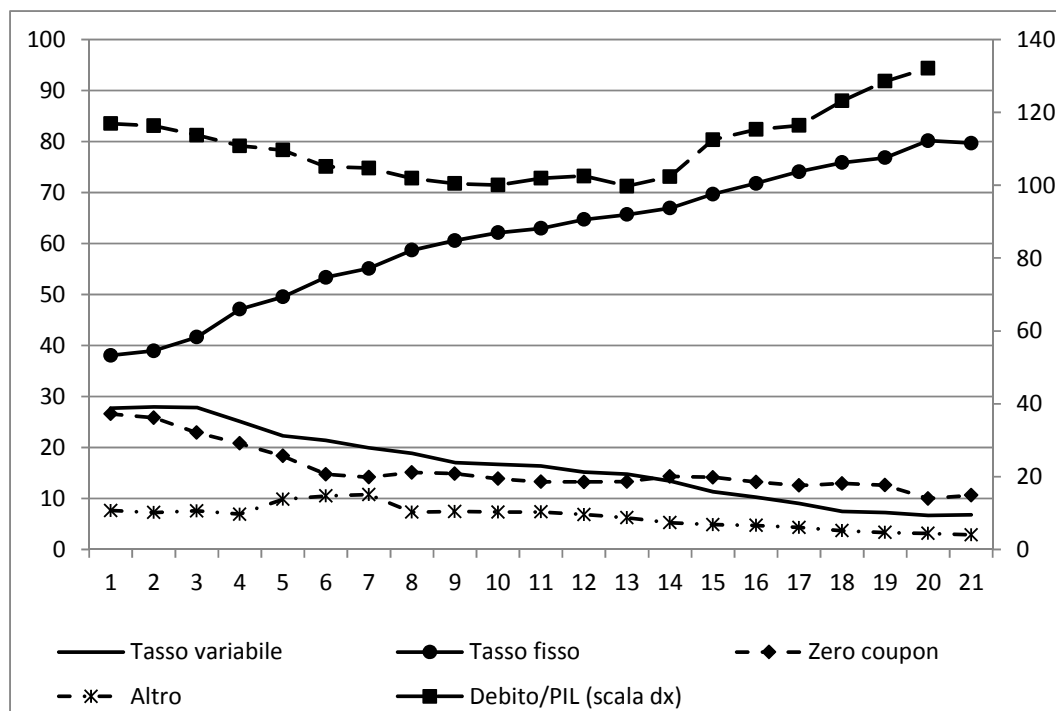
Schemi informativi sulle principali tipologie di derivati

IRS	
Short description	
Trade Date	
Effective Date	
Notional	
Floating Rate Payer	
Floating Payments Date	
Floating Rate	
Floating Designed Maturity	
Floating Day Count Fraction	
Fixed Payer	
Fixed Rate	
Fixed Day Count Fraction	
Fixed Payments Date	
Up Front Receiver	
Amount Up Front	
Early Termination Clause	
Collateralization	
Trigger Events	
Financial Liability underlying the IRS	
ISIN (only when the underlying Financial Liability is a bond or a basket of bonds)	
Mark-to-Market @ the Effective Date	

CURRENCY SWAP	
Short description	
Trade Date	
Effective Date	
Fixed Payer Party A	
Amount	
Payment Date	
Initial Calculation Period	
Fixed Rate	
Day Count Fraction/ Adjustment In Accordance With Business Day Convention	
Fixed Payer Party B	
Currency Amount	
Payment Date	
Initial Calculation Period	
Fixed Rate Party B	
Day Count Fraction/ Adjustment In Accordance With Business Day Convention	
Final Exchange Party A Pay	
Final Exchange Party B Pay	
Up Front Receiver	
Amount Up Front	
Early termination Clause	
Collateralization	
Trigger Events	
Financial Liability underlying the Currency Swap	
ISIN (only when the underlying Financial Liability is a bond or a basket of bonds)	
Mark-to-Market @ the Effective Date	

SWAPTION	
Short description	
Trade Date	
Effective Date	
Notional	
Exercise Date or Dates (for Bermudan Swaptions)	
Strike Rate or Rates (for Bermudan Swaptions)	
Floating Rate Payer	
Floating Payments Date	
Floating Rate	
Floating Designed Maturity	
Floating Day Count Fraction	
Fixed Payer	
Fixed Rate	
Fixed Day Count Fraction	
Fixed Payments Date	
Up Front Receiver	
Amount Up Front	
Early Termination Clause	
Collateralization	
Trigger Events	
For cancellable swaptions the fields of the underlying swap refer to the cancellable swap.	
Financial Liability underlying the Swaption	
ISIN (only when the underlying Financial Liability is a bond or a basket of bonds)	
Mark-to-Market @ the Effective Date	

Fig. 1 – Il rapporto debito/PIL e la composizione dei titoli di Stato (percentuali)



Fonte: sito web del Ministero dell'Economia e delle finanze e, per il debito, Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino statistico, Indicatori monetari e finanziari – Finanza pubblica, fabbisogno e debito*, n. 20, 2015.

Tab. 1 – Composizione dei titoli di Stato (in percentuale dei titoli in circolazione)

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	mar-15
BOT (1)	21,5	9,2	9,9	10,0	10,3	10,0	9,7	9,8	10,0	10,9	9,7	8,5	8,3	9,2	8,2	7,0	7,1
CCT tasso variabile	27,7	21,4	19,9	18,9	17,1	16,7	16,4	15,2	14,8	13,5	11,3	10,3	9,1	7,5	7,2	6,7	6,8
di cui: CCTeu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	2,7	2,9	3,8	4,9	5,1
CCT tasso fisso	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CTZ	2,5	5,6	4,2	5,2	4,5	3,9	3,6	3,5	3,3	3,4	4,5	4,7	4,2	3,7	4,4	3,0	3,5
BTP	37,5	53,3	55,1	58,7	59,7	59,7	59,0	59,9	59,5	60,7	62,6	65,0	66,4	66,8	65,2	67,5	67,3
BTPi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,4	4,0	4,8	6,1	6,2	7,0	6,8	7,6	7,4	7,8	7,3	7,2
BTP Italia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	3,9	5,3	5,2
Eestero	5,1	6,4	7,1	7,2	7,3	7,3	7,3	6,8	6,2	5,2	4,8	4,7	4,3	3,7	3,3	3,1	2,9
Altro (2)	5,1	4,1	3,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: sito web del Ministero dell'Economia e delle finanze.

(1) Include i BOT flessibili, ossia con scadenza diversa da quella standard, emessi per rispondere alle esigenze di cassa della tesoreria di Stato, impreviste e di breve periodo. – (2) Include i BTP all'1 per cento emessi a favore della Banca d'Italia per costituire il conto di disponibilità del Tesoro, i certificati del Tesoro con opzione (CTO) e i certificati del Tesoro in euroscudi (CTE).

Tab. 2– Portafoglio dei derivati sottoscritti dallo Stato al 31 dicembre 2014
(milioni di euro)

	Nozionale	Valore di mercato	Incidenza MTM/Noz
Derivati su debito:			
<i>Cross Currency Swap</i>	21.329	1.093	5,1%
<i>Interest Rate Swap</i> di copertura	12.309	643	5,2%
<i>Interest Rate Swap</i> di duration	102.948	-33.087	-32,1%
<i>Interest Rate Swap</i> ex ISPA	3.500	-1.524	-43,5%
<i>swapiton</i>	19.500	-9.188	-47,1%
Derivati su attivi:			
<i>Interest Rate Swap</i> su attivi	3.454	-586	-17,0%
Totale derivati	163.040	-42.649	-26,2%
di cui su debito	159.586	-42.063	-26,4%

Fonte: Audizione del 10 febbraio 2015 del capo della Direzione debito pubblico del Dipartimento del tesoro del Ministero dell'Economia e delle finanze, presso la Commissione finanze della Camera dei deputati, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti derivati.

Tab. 3– Contratti con clausole di estinzione anticipata con scadenze tra il 2015 e il 2038
(milioni di euro)

	Nozionale	Valore di mercato	Incidenza MTM/Noz
<i>IRS e Swaptions</i>	16.200	-9.338	-57,6%
<i>di cui: nel 2015</i>	200	18	9,0%
<i>nel 2016</i>	2.000	-855	-42,8%
<i>nel 2017</i>	-	-	-
<i>nel 2018</i>	2.500	-1.772	-70,9%
<i>tra il 2019 e il 2022</i>	-	-	-
<i>tra il 2022 e il 2038</i>	11.500	-6.729	-58,5%

Fonte: Allegati all'Audizione del 10 febbraio 2015 del capo della Direzione debito pubblico del Dipartimento del tesoro del Ministero dell'Economia e delle finanze, presso la Commissione finanze della Camera dei deputati, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti derivati.

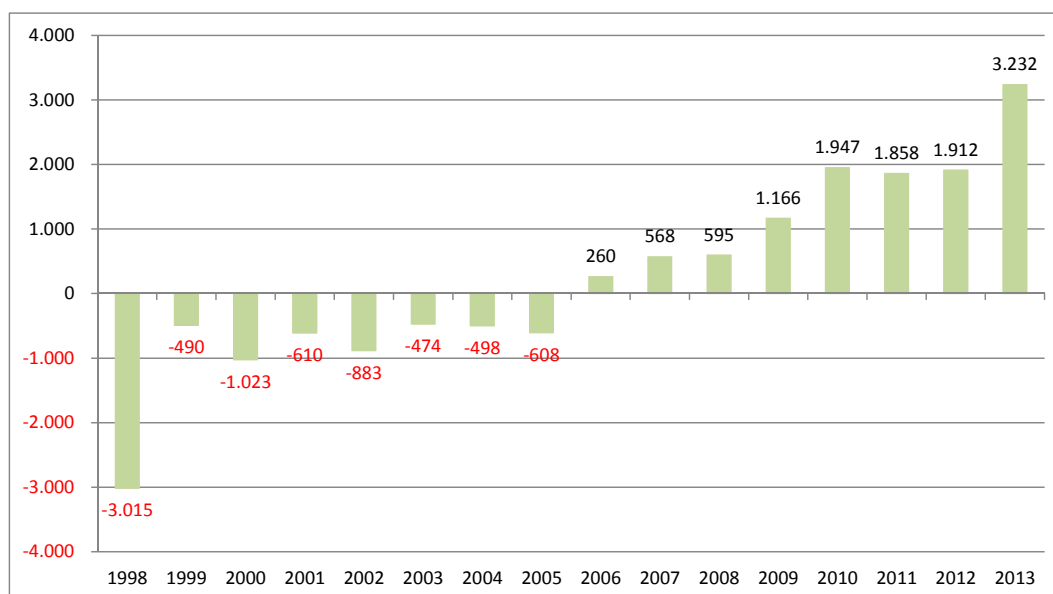
Tab. 4 – Operazioni in derivati delle Amministrazioni centrali con banche operanti in Italia e all'estero
(milioni di euro)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Valore di mercato (1)	-17.278	-25.779	-20.418	-17.703	-26.450	-32.923	-27.929	-39.288
Verso banche operanti in Italia	-2.972	-3.695	-4.279	-5.317	-2.936	-5.511	-3.342	nd
Numero di controparti, di cui:	23	22	20	20	20	20	19	nd
Italiane	2	2	2	3	3	3	2	nd

Fonte: dal 2011, Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino statistico – Indicatori monetari e finanziari, Conti finanziari*. Per i dati precedenti, Eurostat database, *Financial balance sheets*.

(1) Un valore negativo per l'Amministrazione centrale rappresenta il potenziale esborso che dovrebbe affrontare se il contratto derivato venisse chiuso al momento della rilevazione.

Fig. 2 – Flussi di interessi dovuti alle operazioni in swap e forward rate agreement
(milioni di euro)



Fonte: Istat, "Sintesi dei conti ed aggregati economici delle Amministrazioni pubbliche", 21 maggio 2014, tav. 15. Viene qui riportata la serie, SEC95, in quanto i dati, in SEC2010 sono disponibili soltanto dal 2004.

Tab. 5– Effetti sul debito generati dai derivati nel periodo 2011-14
(milioni di euro)

	2011	2012	2013	2014
a) Effetti sul fabbisogno derivanti dai derivati(*), di cui:	2.233	4.020	2.854	3.589
Flussi di cassa registrati nell'acquisizione netta di attività finanziarie	2.193	3.876	2.714	3.629
b) Altri effetti di aggiustamento del debito: passività nette (-) in strumenti finanziari derivati	221	1.689	800	1.829
Totale effetti negativi sul debito	2.454	5.709	3.654	5.418

Fonte: Istat – *Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle Amministrazioni pubbliche secondo il trattato di Maastricht*, 24 aprile 2014, tavole 2 e 3.

(*) Al netto degli effetti imputati anche sull'indebitamento netto, relativi agli interessi sui contratti riclassificati nel debito.

Tab. 6 – Operazioni in derivati delle Amministrazioni locali 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.

(1) Un valore negativo per l'Amministrazione locale rappresenta il potenziale esborso che dovrebbe affrontare se il contratto derivato venisse chiuso al momento della rilevazione.

Tab. 7 – Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE
(milioni di euro)

Paese	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Belgio	0	0	0	0	0	0	0	0
Bulgaria	-213	-122	-98	-50	-49	-63	-104	-98
Danimarca	512	72	-135	407	1.060	1.622	1.455	738
Germania	2.313	1.727	1.594	2.445	-16.267	-17.206	-18.202	-16.836
Estonia	nd	nd	1	-2	-2	-2	-2	-1
Irlanda	-40	339	188	394	568	-1.280	-1.829	135
Grecia	-2.387	-3.479	-2.736	-980	-1.311	-2.134	-3.536	-3.897
Spagna	0	0	0	0	0	0	0	0
Francia	-798	-1.894	-1.288	-812	1.061	3.292	951	629
Croazia	0	0	0	0	0	0	0	0
Italia	-22.782	-18.105	-26.806	-21.407	-18.761	-27.602	-34.330	-28.996
Cipro	0	0	0	0	0	0	0	0
Lettonia	2	2	4	-4	16	-49	-51	-70
Lituania	0	0	15	43	78	86	111	49
Lussemburgo	nd	nd	1	3	7	10	5	5
Ungheria	-388	-619	-395	-341	436	1.619	943	-306
Malta	nd	nd	nd	-51	-31	-14	0	0
Paesi Bassi	315	-973	1.651	-225	1.830	9.232	12.849	9.683
Austria	-933	-288	-2.964	-2.109	-1.186	-581	-637	-524
Polonia	21	15	7	8	1.067	985	979	974
Portogallo	-59	-33	-71	-65	74	-504	-803	-1.044
Romania	-473	-288	-600	-538	-279	-16	0	0
Slovenia	4	10	7	5	5	4	-5	-3
Slovacchia	7	8	8	0	0	0	0	0
Finlandia	679	1.419	981	520	1.134	3.188	3.872	2.005
Svezia	3.999	600	-1.514	2.825	4.843	4.964	7.897	4.867

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.

Tab. 8 – Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE
(in percentuale del PIL)

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

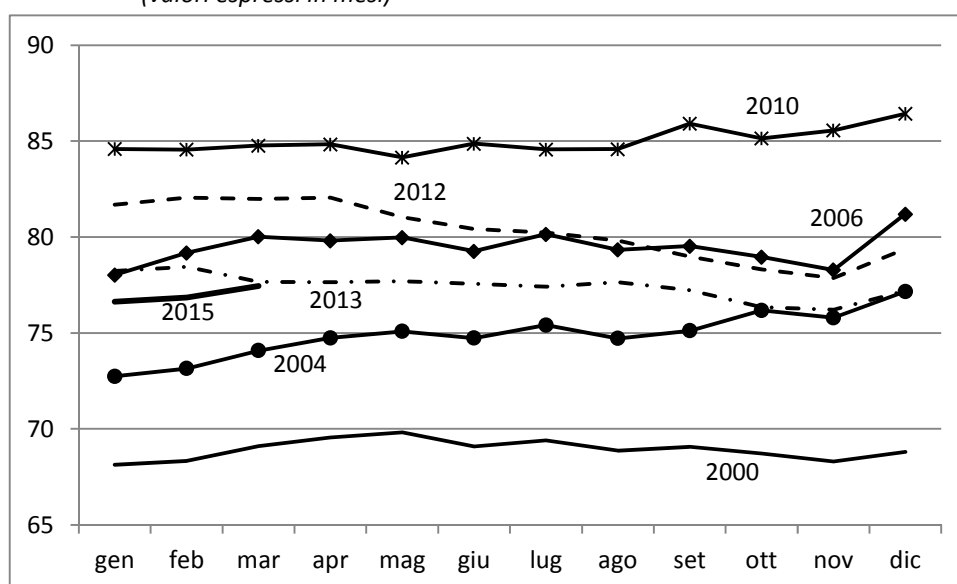
Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.

Tab. 9 – Valore di mercato delle operazioni in derivati delle Amministrazioni pubbliche nei paesi della UE
(in percentuale del debito pubblico)

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	-3,7	-2,3	-2,0	-1,0	-0,8	-1,0	-1,4	-1,3
Danimarca	0,7	0,1	-0,2	0,4	1,0	1,4	1,3	0,6
Germania	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Estonia					-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Irlanda	-0,1	0,7	0,2	0,4	0,4	-0,7	-0,9	0,1
Grecia	-1,1	-1,4	-1,0	-0,3	-0,4	-0,6	-1,2	-1,2
Spagna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Francia	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
Croazia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Italia	-1,4	-1,1	-1,6	-1,2	-1,0	-1,4	-1,7	-1,4
Cipro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lettonia	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,6	-0,6	-0,8
Lituania	0,0	0,0	0,3	0,5	0,8	0,7	0,8	0,4
Lussemburgo			0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Ungheria	-0,6	-0,9	-0,5	-0,5	0,6	2,2	1,2	-0,4
Malta				-1,2	-0,7	-0,3	0,0	0,0
Paesi Bassi	0,1	-0,4	0,5	-0,1	0,5	2,3	3,0	2,2
Austria	-0,5	-0,2	-1,5	-0,9	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2
Polonia					0,6	0,5	0,5	0,4
Portogallo	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,5
Romania	-3,8	-1,9	-3,5	-1,9	-0,7	0,0	0,0	0,0
Slovenia	0,0	0,1	0,1	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	1,0	2,2	1,6	0,7	1,3	3,3	3,7	1,8
Svezia	2,7	0,4	-1,3	2,2	3,4	3,4	5,1	3,0

Fonte: Eurostat database, *Financial balance sheets*.

Fig. 3 – Vita residua media ponderata dei titoli di Stato
(valori espressi in mesi)



Fonte: sito web del Ministero dell'Economia e delle finanze.