

[http://www.repubblica.it/economia/2016/04/27/news/derivati\\_debito\\_publico\\_spesa\\_interessi-138515341/?ref=search](http://www.repubblica.it/economia/2016/04/27/news/derivati_debito_publico_spesa_interessi-138515341/?ref=search)



**ECONOMIA & Finanza** con Bloomberg®

# Nel debito pubblico i derivati "pesano" quanto i risparmi sui tassi o le privatizzazioni

*Il Def ha l'approvazione della Camera. Ma far quadrare i conti sarebbe meno difficile se nel 2015 le coperture su tassi e cambi non avessero pesato per 6,8 miliardi sui conti, più dei minori oneri sui titoli di Stato o delle cessioni di quote aziendali*

di ANDREA GRECO e RAFFAELE RICCIARDI

27 aprile 2016

**MILANO** - Il Documento di economia e finanza 2016 ha incassato il via libera della Camera . Far quadrare i conti pubblici italiani è sempre difficile, e sarà così anche quest'anno. Certo sarebbe meno difficile se la zavorra dei derivati sottoscritti dal Tesoro negli anni passati non presentasse ogni anno la sua cambiale miliardaria da pagare, riducendo gli effetti dei risparmi sui tassi di interesse come anche quelli delle privatizzazioni di quote societarie pubbliche.

L'effetto delle manovre espansive della Bce di Mario Draghi si è fatto sentire, eccome, sulla voce degli interessi passivi spesi dall'Italia. In maniera marginale, ha giovato anche la bassa inflazione (per la parte di debito indicizzato al costo della vita). Il Def per il 2016 fa il punto su quanto accaduto negli ultimi mesi e allarga lo sguardo sui prossimi anni.

Nel 2015 la spesa per interessi delle Pubbliche amministrazioni, calcolata in base ai nuovi principi Sec2010, è scesa a 68,4 miliardi di euro, in riduzione di 5,9 miliardi di euro rispetto al 2014. Se pesata in rapporto al Pil, la spesa è stata limata di 0,4 punti

percentuali, passando dal 4,6 al 4,2% del reddito nazionale. Oltre 5 miliardi di riduzione sono in capo all'amministrazione centrale, circa 4 di essi legati ai titoli di Stato. Il Documento di economia e finanza dettaglia, d'altra parte, che il calo dei rendimenti dovuto agli acquisti del *Quantitative easing*, insieme alla scelta di allungare le scadenze del debito effettuata dal Tesoro (sei anni e mezzo la media attuale), hanno ridotto il costo medio ponderato delle nuove emissioni dall'1,35% del 2014 allo 0,7% l'anno scorso. [[ge:rep-locali: repubblica:138515750]] Il costo del debito pubblico, che oscilla sui 2.200 miliardi, è migliorato anche rispetto alle più recenti previsioni governative. Il consuntivo 2015 inserito nel Def vede le spese per interessi limare di quasi 1,6 miliardi rispetto al quadro prospettato dalla nota illustrativa dell'ultima Legge di Stabilità, licenziata alla fine dell'anno scorso. Volgendo lo sguardo al futuro, e quindi tornando agli assunti del Def, per il 2016 gli interessi dovrebbero attestarsi intorno al 4 per cento del Pil, mentre nel 2017 il calo dovrebbe arrivare al 3,8 per cento del prodotto, per poi stabilizzarsi a circa il 3,5 per cento.

**Conto economico delle amministrazioni pubbliche in valori assoluti  
consuntivo 2011-2015 e previsioni al 2019 (in mln di euro)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>INTERESSI PASSIVI</b>	76.416	83.566	77.568	74.340	68.440	66.911	65.186	64.075	64.002
<b>IN % DEL PIL</b>		5,2	4,8	4,6	4,2	4	3,8	3,6	3,5

Fonte: Camera dei Deputati, Def 2016

Ma il calo degli interessi ha un rovescio della medaglia, che si paga sui derivati aperti dal Tesoro. Strumenti che servono anche a stabilizzare il costo del debito ma che - in una fase in cui i tassi d'interesse si sono schiantati - rappresentano un costo. Perché il Tesoro ha soprattutto puntato a mitigare i tassi di interesse alle stelle (e tali erano nel 2011, con la crisi sovrana), mentre da allora l'entrata in campo della Bce con le sue politiche di espansione monetaria hanno portato i tassi a zero. Così oggi due terzi dei 160 miliardi di derivati della Repubblica italiana sono interest rate swap (Irs), stipulati per scambiarsi i tassi con le banche d'affari: l'Italia paga flussi di tassi fissi e riceve flussi a tasso variabile (azzerato). "Gran parte delle perdite potenziali è legata a strategie speculative - scrivevano in un'analisi del Nens gli economisti Marcello Minenna e Vincenzo Visco -. Gli Irs di duration sono contratti in cui l'Italia s'impegna a corrispondere alle controparti flussi a tasso fisso e a ricevere flussi variabili. Essendo gran parte dei titoli italiani a tasso fisso, tale strategia equivale a una scommessa in cui si raddoppia la posta: si guadagna se i tassi salgono mentre si va incontro a ingenti perdite se scendono". Proprio su questi strumenti si cela la gran parte dei 42 miliardi di valutazione di mercato negativa sui derivati del Tesoro: perdite virtuali che finora si stanno concretizzando in perdite sonanti man mano che i contratti scadono o vengono

rinegoziati.

Nel solo 2015, in base ai dati del Rapporto sulla programmazione di bilancio 2016 curato dall'Ufficio parlamentare di bilancio, la voce degli "effetti connessi a derivati finanziari" ha avuto un impatto negativo sul debito quantificabile in 6,8 miliardi: per 3,2 miliardi legati al flusso netto di interessi e per altri 3,6 miliardi all'esercizio di swaption (opzioni che danno diritto a entrare in uno scambio di tassi su certe emissioni), avvenuto nella prima parte dell'anno. I derivati, quindi, appesantiscono l'indebitamento pubblico più di quanto non lo alleggerisca il programma di privatizzazioni, che ha raccolto 6,6 miliardi l'anno scorso. L'Upb - pur riconoscendo alcuni passi avanti nella trasparenza - annota che proprio il Def dovrebbe dare maggiori informazioni sull'effetto atteso dai contratti sottoscritti nei prossimi anni. "Trattandosi di importi che nel passato sono risultati molto rilevanti - pari in media nel periodo 2011-2015 a un contributo di incremento del debito di 4,7 miliardi annui - gli effetti in esame andrebbero autonomamente evidenziati". Nei cinque anni considerati, come si vede in tabella, l'ammontare di spese e nuovo debito legato ai derivati è stato di 23,7 miliardi. E nel 2016 il "peso" potrebbe avvicinarsi a 5 miliardi, secondo le risposte date dal ministero dell'Economia a un'interrogazione del Movimento 5 Stelle del 22 dicembre: 4,1 per le spese in derivati stimate, 849 milioni per una clausola di estinzione che una banca d'affari aveva con il Tesoro a marzo, e potrebbe nel frattempo essersi trasformata in spesa.

**Effetti sul debito generati dai derivati nel periodo 2011-2015  
(in mln di euro)**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>FLUSSI DI CASSA REGISTRATI NELL'ACQUISIZIONE NETTA DI ATTIVITÀ FINANZIARIE</b>	2.193	3.876	2.714	3.621	3.190
<b>PASSIVITÀ NETTE IN STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	221	1.689	800	1.829	3.562
<b>TO TALE EFFETTI NEGATIVI SUL DEBITO</b>	2.414	5.565	3.514	5.450	6.753

Fonte: Upb su dati Istat