



## **La bomba ad orologeria dei contratti derivati: intervista a Marcello Minenna, docente di Finanza Quantitativa.**

2 maggio 2015

By [Redazione Lavoro Ergo Sum](#)



*Quella di Marcello Minenna ([marcello.minenna.it](http://marcello.minenna.it)) è una delle prime voci autorevoli che di recente hanno portato la propria analisi critica durante l'indagine conoscitiva della Camera sul tema dei derivati posseduti dallo Stato, tema fino a qualche tempo fa avvolto da una nube di silenzio e di segretezza. Questa, sommandosi all'ostica tecnicità della materia, ha impedito all'opinione pubblica di conoscere l'esistenza, l'entità, la potenziale dannosità di tali strumenti finanziari in mano al Tesoro, cui si aggiungono quelli, non del tutto quantificati, in mano agli enti locali. Si tratta, evidentemente, di una gravissima lacuna nella trasparenza degli atti della pubblica amministrazione, soprattutto perché concerne una materia sensibile come quella finanziaria. Il Ministero dell'Economia ha sempre motivato tale mancanza di trasparenza con esigenze di riservatezza e di difesa dalla speculazione dei mercati. Peccato che sia contraddetto dai comportamenti di altri Stati che pubblicano periodicamente il quadro di sintesi dei contratti derivati da loro stipulati e della loro gestione. In questi giorni l'Eurostat (l'istituto ufficiale di statistiche dell'Unione Europea) ha reso noti i dati della finanza pubblica dell'Eurozona (dati che vengono diffusi semestralmente e che sono*

*previsti nell'ambito delle Notifiche sulle Procedure di Disavanzo Eccessivo) e dunque anche di quella italiana, compreso l'andamento dei derivati. Si tratta di informazioni che avrebbero dovuto guadagnare le prime pagine dei giornali e invece, hanno ricevuto un'attenzione piuttosto tiepida da parte della nostra stampa, posizionati nelle pagine economiche e finanziarie, quelle normalmente frequentate dagli addetti ai lavori. Con l'eccezione dell'ultima puntata di Report, sono quasi sfuggite anche alla informazione televisiva. Per questo, Lavoro ergo sum si è rivolto a Marcello Minenna affinché ci chiarisca la vera dimensione del problema e l'incidenza che ha sul debito pubblico. Non ci sembra di essere troppo indiscreti o di violare segreti di Stato, dal momento che l'onere del debito pesa sui lavoratori in modo incommensurabilmente più gravoso che su altre categorie sociali: le politiche di austerità, l'aumento della pressione fiscale, i tagli ai servizi sociali, alla sanità, alla scuola, i mancati adeguamenti delle pensioni in essere, l'allungamento dell'età pensionabile etc., sono un prezzo elevato per rientrare all'interno dei vincoli di bilancio imposti dell'Unione, pagato soprattutto dal lavoro dipendente. E, certo, non è piacevole scoprire, leggendo i dati Eurostat, che all'onere per il servizio del debito occorre aggiungere altre passività che lo Stato ha nei confronti delle banche di affari straniere con cui ha stipulato contratti derivati.*

### **Prof. Minenna, ci spiega cosa è successo?**

A fronte di un debito pubblico di oltre 2150 miliardi, lo Stato italiano ha stipulato contratti derivati per un controvalore nominale di 160 miliardi che, alla fine dell'anno scorso, avevano un valore di mercato negativo per oltre 42 miliardi: il che significa che lo Stato si trova in una posizione nettamente svantaggiata rispetto alle banche sue controparti e che è molto probabile che nel breve termine queste perdite potenziali diventeranno, almeno in parte, reali. Questa del resto non è una novità. I derivati stipulati dal Tesoro italiano (in larga parte nel periodo 2000-2006) hanno generato flussi di cassa negativi (vale a dire oneri per il bilancio pubblico) per lo meno dal 2006 e dunque hanno verosimilmente pesato sulle manovre finanziarie di consolidamento fiscale che si sono succedute.



Per il solo 2014 l'Italia ha dovuto sostenere 3.6 miliardi di costi legati ai contratti derivati sottoscritti con le banche di affari internazionali per coprirsi – secondo la motivazione ufficiale – da rischi su tassi e cambi. Oltre a questi costi vi sono poi circa 1.8 miliardi di passività nette sempre di competenza delle amministrazioni pubbliche per l'anno 2014 e anch'esse legate all'operatività in derivati (ad esempio ristrutturazioni o cancellazioni di derivati, riacquisto di *swaptions*, etc.). Complessivamente arriviamo a 5.4 miliardi, circa la metà della manovra finanziaria dello scorso autunno.

Dai dati Eurostat emerge che nell'Eurozona l'Italia è il paese in cui il fardello dei derivati pesa di più: considerando i pagamenti e le altre passività degli ultimi 5 anni il nostro Paese arriva a quasi 19 miliardi superando il totale netto dell'area euro (in cui alcuni Paesi stanno persino guadagnando).

**Nella sua audizione alla Camera dei giorni scorsi lei è stato abbastanza chiaro. Tuttavia la materia ha una complessità che fa fatica a comprendere chi non è addentro nella materia finanziaria. Vuole aiutarci a capire?**

I derivati sono strumenti che scaturiscono da soluzioni più o meno sofisticate di ingegneria finanziaria ed hanno avuto un'enorme diffusione negli ultimi decenni assumendo un ruolo centrale nella finanza globale. Possono avere funzione protettiva da uno specifico rischio oppure possono essere usati a fini speculativi, cioè per scommettere sull'andamento futuro di variabili finanziarie come i tassi di interesse o quelli di cambio.

Considerata la posizione svantaggiata dell'Italia appare difficile che gli oltre 42 miliardi di valore di mercato negativo scaturiscano solo da coperture andate male. In audizione – rispondendo alle domande di alcuni Onorevoli e ragionando per esclusione sulla base della documentazione pubblica disponibile – ho segnalato che molto probabilmente ben 33 di quei 42 miliardi sono relativi a contratti in cui lo Stato paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile. In questa ipotesi risulterebbe difficile spiegare le finalità di copertura dei derivati dato che larga parte dei titoli di Stato italiani in circolazione sono proprio a tasso fisso. Paradossalmente, in una situazione di mercato

come quella attuale, con tassi di interesse vicini allo zero, un portafoglio di derivati i cui pagamenti sono ancorati a tassi fissi contrattualizzati anni fa rischia di trasformare lo Stato in un assicuratore per le banche d'affari, garantendo loro buoni profitti.

**Cosa si può fare per evitare che la tassa occulta sui derivati che abbiamo dovuto pagare dal 2006 si estenda anche ai prossimi anni, aggravando il servizio sul debito, già di per sé così oneroso e invalidante ogni possibile ipotesi di ripresa economica del paese?**

Quello dei derivati è solo uno dei tanti aspetti critici della gestione dell'elevato debito pubblico italiano all'interno di un'area monetaria comune che – come ho chiarito anche in un convegno pubblico della FIOM-CGIL presso la Camera dei Deputati che è stato concluso da Maurizio Landini – manca degli strumenti necessari per funzionare in modo efficace e sostenibile. Restando sul tema dei derivati, penso che rappresentino una delle priorità che deve affrontare la politica fiscale e di bilancio del nostro Paese, perché l'onere finanziario che ne deriva sta bruciando risorse preziosissime nella attuale situazione economica e sociale.

**Recentemente il Ministro Padoan ha annunciato l'intenzione di mettere mano al portafoglio derivati del Tesoro per rinegoziarlo o comunque ridimensionarlo e ha precisato che queste operazioni non saranno senza costi. Sul punto la memoria corre alla negoziazione con Morgan Stanley avvenuta tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 quando – mentre il governo Monti non riusciva a individuare nel decreto Salva-Italia le coperture necessarie per risolvere il problema degli esodati (connesso alla riforma pensionistica del ministro Fornero) – lo Stato pagò circa 3 miliardi alla banca americana.**

Quella con Morgan Stanley fu – da quanto si apprende da notizie pubbliche – una chiusura richiesta dalla banca e quindi non una negoziazione che vide lo Stato quale parte attiva. Circa le recenti decisioni annunciate dal Ministro la mia opinione è che sia

imprescindibile affrontare con la massima professionalità e competenza tecnica una fase così delicata come quella che si delinea nelle ipotesi di chiusura o di ristrutturazione. In particolare, nella prospettiva di evitare di peggiorare una posizione già piuttosto svantaggiata, qualsiasi intervento sul portafoglio derivati dovrebbe essere preceduto da una preliminare analisi quantitativa di dettaglio su ciascuno dei contratti in essere, così da conoscerne puntualmente il valore di mercato corrente e le connesse probabilità di guadagno e perdita potenziale. Non possiamo escludere (specie in assenza di tali informazioni) che le probabilità siano già ampiamente contro di noi; ma sapere di quanto è fondamentale per presentarci preparati al tavolo di negoziazione con le banche controparti e capire cosa hanno da proporci e se queste proposte hanno senso o possono addirittura peggiorare la situazione.