

++ FINANZA&MERCATI ++

ILSOLE24ORE.COM > Notizie Finanza e Mercati

ARCHIVIO

Derivati, enti locali prigionieri dei tassi a lungo termine

di Alberto Annicchiarico e Marco Delzio*

3 FEBBRAIO 2009

COMMENTI - 7 | Condividi su:   | vota su   |   |  








Torna sotto i riflettori la vicenda dei **derivati** per centinaia di amministrazioni pubbliche italiane. A prima vista lo scenario potrebbe apparire meno drammatico rispetto a qualche mese fa grazie alla drastica diminuzione dei tassi di interesse, che taglia i flussi cedolari di prossima scadenza da pagare alle banche, al punto da avvicinarli allo zero o renderli addirittura positivi.

COMMENTA la notizia

Otto consigli pratici per uscire dalla trappola

PLU524 / A Milano spunta swap con Unicredit

"Dai nostri archivi"

-  Otto consigli pratici per uscire dalla trappola
-  Corte dei conti al lavoro, numerosi i richiami formali
-  Derivati - Glossario
-  Consob: swap inutili a enti e imprese
-  Cos'è e come funziona un contratto swap

Purtroppo le cose non stanno esattamente così: **il rialzo dei tassi a lungo termine** in gennaio, infatti, ha fatto nuovamente lievitare il **mark to market**, espressione che si traduce nel costo di chiusura del contratto ad una certa data. In sostanza, gli enti locali - e anche un piccolo esercito di aziende - finiti nelle sabbie mobili dei derivati (un campo minato vastissimo sul quale **è al lavoro la Corte dei Conti**) negli anni della finanza spericolata, vedono seriamente peggiorata la loro posizione

finanziaria di lungo periodo: quindi, meno o zero esborsi a giugno grazie al calo dei tassi Bce e dell'Euribor a cui sono agganciati i contratti, ma in prospettiva montagne di debiti di qui a venti o trent'anni.

Riepiloghiamo la situazione. Numerosi enti locali, da quelli di grandi dimensioni fino a quelli con meno di 3.500 abitanti, hanno sottoscritto negli anni passati **contratti swap** ovvero accordi di scambio di flussi cedolari con le banche. Secondo i dati del ministero dell'Economia, a giugno 2008 ben 594 tra Regioni, Province e Comuni avevano sottoscritto contratti swap per un **nozionale** complessivo pari a 35,6 miliardi di Euro. Un fenomeno di massa al quale il Governo ha messo la parola fine, ma soltanto per evitare che si perseverasse nell'errore, con l'ultima Finanziaria.

Alla fine dello scorso dicembre molti enti si sono ritrovati in gravi difficoltà a causa del pagamento della cedola swap, prevista dalla maggior parte dei contratti in circolazione e legata ai tassi Euribor osservati alla fine di giugno 2008, il periodo in cui i tassi interbancari avevano raggiunto l'apice del rialzo per effetto della crisi del credito. Ad esempio, **l'Euribor a 6 mesi**, l'indice generalmente legato ai pagamenti a carico degli enti, al 28 giugno 2008 toccava il 5,13%, circa il 3% in più rispetto al tasso attuale. Gli enti, per evitare di essere inadempienti, hanno cominciato a negoziare con le banche pagamenti rateali delle cedole, adottando dunque una soluzione tampone che ha solo rinviato al futuro gli oneri finanziari correnti. Altri enti invece sono in fase di valutazione oppure, in alcuni casi, hanno già avviato una procedura di contenzioso legale con la banca controparte.

Alla fine di giugno 2009, data di scadenza della prossima rata swap per la maggior parte degli enti, la situazione si presenta all'apparenza migliore perché le cedole "a carico" degli enti saranno legate all'Euribor di fine dicembre 2008 e i flussi cedolari netti saranno nella maggior parte dei casi vicini a zero o addirittura positivi. Tuttavia i problemi sono soltanto rinviati per colpa del mark to market, che dipende sensibilmente dai tassi di interesse a lungo termine. Mentre la cedola del contratto è legata al tasso interbancario, infatti, il mark to market è legato ai **tassi IRS** osservati sul mercato con **maturity** pari alla scadenza residuale del contratto in questione. Per esempio, nel caso di un contratto swap con scadenza residuale pari a 15 anni, il mark to market del contratto, e dunque il suo costo di estinzione, dipende criticamente dai tassi IRS a 15 anni e non dal più benevolo Euribor.

Sfortuna vuole che, complice la crisi globale della finanza, i tassi a lungo termine, in netta discesa nel corso del 2008, hanno ripreso a crescere nel mese di gennaio 2009. Per esempio, il tasso IRS a 20 anni, che alla fine di dicembre 2008 si attestava al 3,86%, era al 4% alla fine del mese appena concluso. Così la cedola osservata a dicembre 2008 si è ridotta sensibilmente rispetto a quella di giugno 2008, mentre il mark to market è peggiorato. In sostanza, accanto ad un beneficio immediato per gli enti, dato dalla discesa dei tassi a breve, si è realizzato un

aggravio sui pagamenti futuri effettuabili dall'ente. Aggravio che risulterebbe assolutamente attuale nel momento in cui l'ente decidesse di estinguere il contratto in anticipo.

Un'ultima considerazione riguarda la sensibilità del mark to market dei contratti swap ai tassi a lungo termine: dipende dalla cosiddetta *duration*, ovvero la durata media finanziaria dei contratti. Tanto più è elevata, tanto maggiore è l'impatto della variazione dei tassi a lungo termine sul mark to market. Per esempio, per un contratto con scadenza residua a venti anni, la variazione di un punto percentuale dei tassi si traduce nella variazione del 13-14% del mark to market e il cliente – privato a pubblica amministrazione che sia - risulta fortemente esposto al rischio di variazione al rialzo dei tassi a lungo termine. (**partner di Martingale Risk Italia*)