

## APPROFONDIMENTO SUI CDS DELLA REPUBBLICA ITALIANA

I contratti di *Credit Default Swap* (CDS) hanno per oggetto l'acquisto o la vendita di protezione contro il rischio di *default* di un determinato emittente, in funzione dell'esposizione derivante dalla detenzione di specifici strumenti, con scadenze differenziate

Nel caso degli emittenti sovrani, i contratti più utilizzati hanno come riferimento i titoli di Stato *benchmark* corrispondenti (nel caso italiano i BTP), soprattutto nelle scadenze a 5 e 10 anni. Al riguardo è opportuno precisare che mentre sui titoli di Stato il riferimento del mercato è rappresentato dalla scadenza decennale, nei CDS è piuttosto il contratto a 5 anni quello costantemente monitorato da analisti ed operatori, in quanto il più trattato e, di conseguenza, quello caratterizzato da maggiore liquidità.

Come noto, con l'emergere della crisi del debito sovrano, i livelli dei CDS degli Stati dell'Area Euro hanno cominciato ad andare sotto pressione, con un conseguente deciso rialzo delle quotazioni dei contratti (quando aumenta la percezione del rischio di un emittente ovviamente aumenta il prezzo per acquistare protezione rispetto a quel rischio), rialzo che ha avuto ripercussioni significative anche sugli *spread* di rendimento dei titoli di Stato nei confronti degli omologhi titoli tedeschi, talora generando circoli viziosi di amplificazione della percezione del rischio paese.

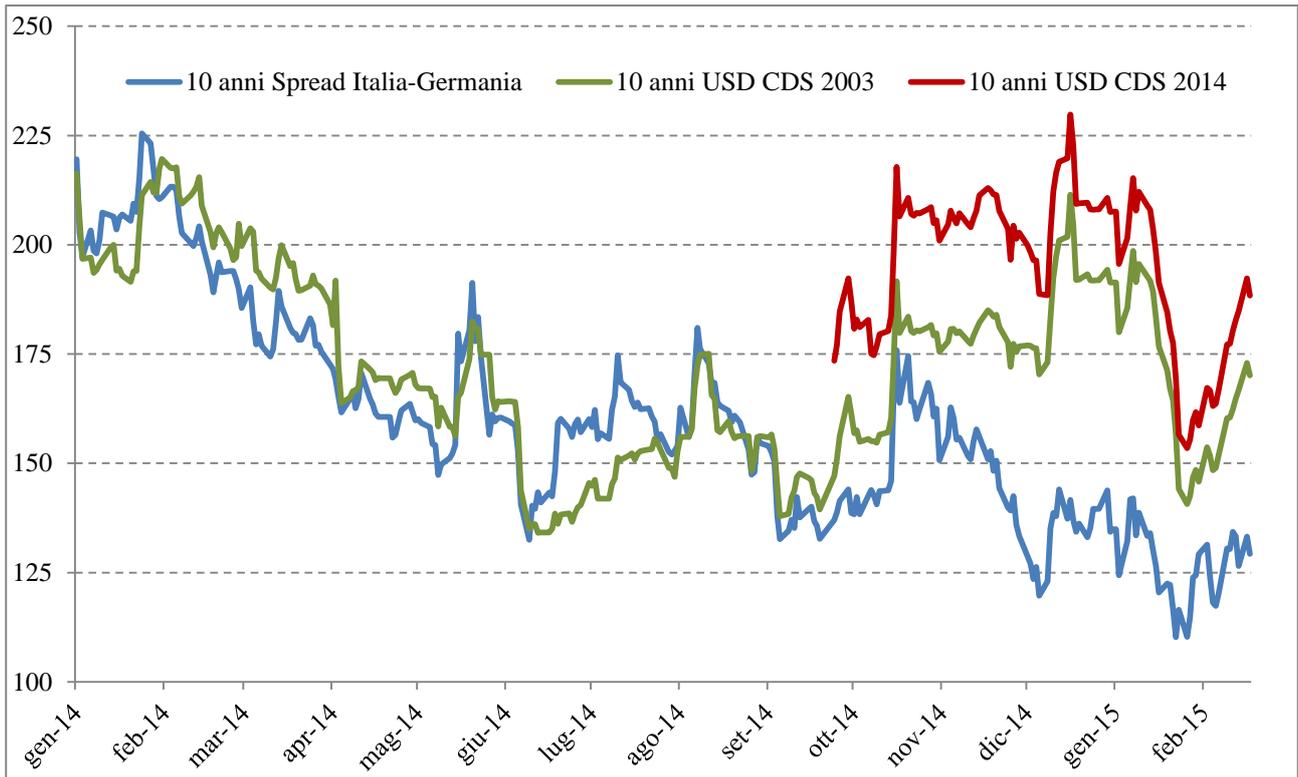
A partire dalla fine del 2009, a più riprese, ora su un paese ora sull'altro dell'Area Euro, su tali meccanismi si erano innestate ondate di speculazione, che sono state sostanzialmente inibite a livello comunitario dal Regolamento (UE) n. 236 del 14 marzo 2012, relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente sovrano (*credit default swap*), entrato in vigore il 1° novembre 2012. Infatti, con tale regolamento sono stati banditi i c.d. "*naked CDS*" su emittenti sovrani, ovvero la

negoziiazione di *credit default swap* in assenza di un'effettiva esposizione verso l'emittente sovrano contro il cui rischio di *default* ci si vuole coprire.

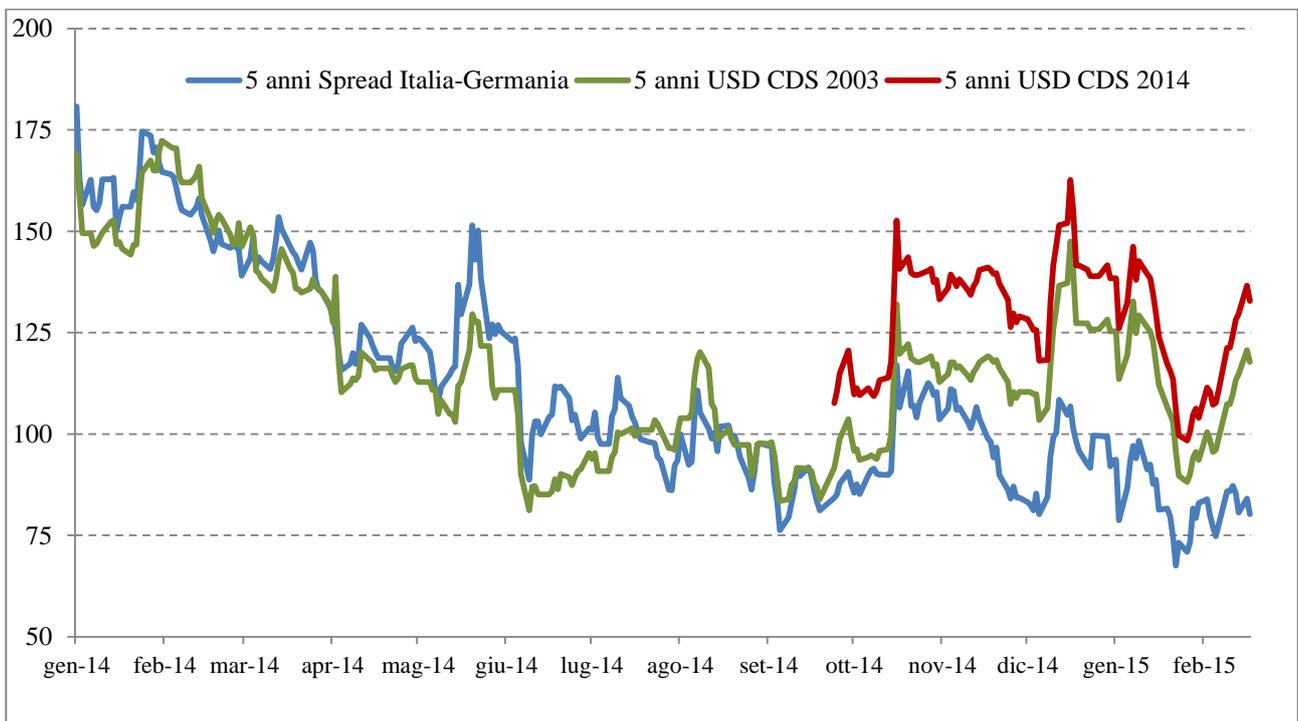
Tale intervento - alla cui redazione, peraltro, il Dipartimento del Tesoro (e la Direzione del Debito Pubblico in particolare) ha fattivamente contribuito - si è rivelato efficace per smontare la creazione di posizioni speculative: il numero di contratti negoziati si è drasticamente ridotto e, pur rimanendo le quotazioni indicative della percezione del rischio paese, l'attenzione a questi indicatori è stata parzialmente ridimensionata.

E' opportuno rimarcare, a questo punto, che i contratti di CDS aventi ad oggetto l'acquisto/vendita di protezione dal rischio di *default* di Stati sovrani sono principalmente denominati in una valuta estera, differente, quindi, dalla valuta locale dello Stato di riferimento. Ad esempio, i CDS aventi ad oggetto il rischio di credito di Paesi dell'Area Euro sono principalmente denominati in dollari americani. La ragione di quanto sopra, risiede nella considerazione che, in caso di *default* di uno Stato sovrano, è plausibile attendersi movimenti significativi, e potenzialmente un deprezzamento, della valuta in corso in tale Stato, con conseguente impatto sull'effettivo valore della protezione acquistata o venduta. Proprio per tali motivi, normalmente la negoziazione dei CDS esclude le controparti domestiche e rileva il valore dell'indennizzo in valuta estera.

Al termine dell'audizione del 10 febbraio u.s., è stata richiesta una spiegazione circa i movimenti al rialzo del CDS a 10 anni sull'Italia, osservato alla fine del 2014. Il grafico seguente mostra che - effettivamente - un movimento al rialzo c'è stato, ma questo è stato, almeno in parte, determinato dai fattori tecnici di seguito illustrati. E' inoltre evidente un certo scollamento tra l'andamento dei *credit default swap* e quello dello spread BTP-Bund, determinatosi alla fine di ottobre e poi rientrato da gennaio.



Peraltro, anche il contratto a 5 anni, caratterizzato – come detto - da maggiore liquidità, ha evidenziato un andamento molto simile, anche se appare un po' meno pronunciato l'allentamento della correlazione con lo *spread* BTP-Bund.



Passiamo, dunque all'analisi dei fattori tecnici.

Nel corso del 2014, l'*International Swap Dealer Association (ISDA)* ha proceduto a rivedere e aggiornare le “*2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*”, documento inclusivo delle definizioni e regole di base che disciplinano i contratti di *credit default swap* (CDS). Il documento così aggiornato (“*2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*”), pubblicato nel febbraio 2014, è entrato in vigore il 22 settembre 2014, data a partire dalla quale hanno iniziato a scambiare sul mercato contratti regolati dalle definizioni aggiornate, c.d. *CDS2014*, in aggiunta ai contratti regolati dalle precedenti definizioni del 2003, c.d. *CDS2003*. L'aspettativa è che, con il passare del tempo, il volume scambiato di contratti *CDS2003* si andrà sempre più ad assottigliare, essendo gli stessi sostituiti da contratti di tipo *CDS2014*.

Sin dalla loro introduzione, i nuovi contratti *CDS2014*, aventi ad oggetto l'acquisto/vendita di protezione dal rischio di *default* di stati sovrani, hanno scambiato su livelli di prezzo maggiori rispetto ai contratti *CDS2003*. A titolo di esempio, il 24 settembre 2014 il *CDS2014* in USD con scadenza **10 anni** e avente ad oggetto il rischio di *default* della Repubblica Italiana scambiava a circa 173 punti base, ovvero **26 punti base in più** rispetto al corrispondente contratto *CDS2003*, mentre il *CDS2014* in USD con scadenza **5 anni** scambiava a circa 108 punti base, ovvero **16 punti base in più** rispetto al corrispondente contratto *CDS2003* (dati Thomson Reuters): tali differenziali sono espressione della percezione, da parte degli operatori di mercato, che i nuovi termini contrattuali forniscano all'acquirente un maggiore livello di protezione rispetto a quella offerta dal precedente schema, che come tale richiede un costo e quindi un prezzo, per chi acquista, più elevato; inoltre, essendovi sul mercato molti meno contratti del nuovo tipo, la sua liquidità è necessariamente inferiore rispetto a quella del *CDS2003*, avente volumi più cospicui non solo per un evidente fattore temporale, ma anche perché possono ancora sussistere posizioni aperte prima dell'introduzione del divieto di *naked CDS*. Questa parte di rialzo non è dunque imputabile ad una percezione di deterioramento del merito creditizio della Repubblica Italiana.

La percezione di una maggiore protezione offerta dai nuovi contratti *CDS2014* è principalmente imputabile all'introduzione, nelle *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*, del concetto di “*Asset Package Delivery*”, volto ad ovviare a situazioni in cui l'effettivo indennizzo ricevuto dai soggetti che avevano comprato protezione tramite contratti CDS (c.d. “valore di recupero”) non era stato in linea con le perdite sofferte dagli investitori in titoli di debito del medesimo emittente. Tali situazioni si generano quando diviene impossibile determinare le perdite secondo il metodo classico, che adotta il prezzo di mercato di altri titoli dello stesso emittente e della stessa tipologia, e si è forzati a riferirsi ad un'altra categoria di titoli, di fatto implicando indennizzi ben inferiori alle perdite effettivamente sofferte.

Al fine di ovviare a tale problematica, le nuove definizioni hanno previsto la possibilità di utilizzare, nel meccanismo di determinazione del valore di recupero, anche i proventi di una eventuale conversione dei titoli di debito in azioni, in modo da allineare maggiormente il valore di recupero dei contratti CDS alle effettive perdite sostenute dai detentori di titoli di debito dell'emittente a cui il contratto fa riferimento.

Oltre a tale modifica, i nuovi contratti CDS prevedono alcuni ulteriori cambiamenti minori ed è stata fatta chiarezza in merito alla presenza o meno di un evento di credito (*credit event*) al verificarsi di un'eventuale uscita dall'Area Euro di uno degli Stati membri. Rispetto a tale evenienza, le nuove definizioni ravvisano l'esistenza di un *credit event* solo se l'uscita dall'Area Euro si accompagna ad una riduzione dell'ammontare di interessi o capitale dovuto sui titoli di debito, tenuto appropriatamente in conto del tasso di cambio a cui sarebbero ufficialmente convertiti gli ammontari dovuti.

Soffermandosi, invece, su quelli che sono i movimenti del CDS sulla Repubblica Italiana non attribuibili a fattori di natura prettamente tecnica, quale appunto la modifica dei termini contrattuali sopra esposta, è possibile notare come, dall'introduzione dei nuovi contratti, il livello dei CDS sia rimasto sostanzialmente stabile fino alla prima decade di ottobre, quando cominciò a diffondersi nel mercato

un'ondata di generalizzato pessimismo, alla luce delle *performance* economiche rivelatesi, a livello globale, peggiori delle stime. Per l'Italia, questo clima negativo ebbe ripercussioni sia sugli *spread* BTP-Bund che sui CDS. Tuttavia, mentre sugli *spread* ci fu un recupero abbastanza rapido e marcato dopo due-tre settimane (più evidente sul 10 anni che sul 5), in linea con le crescenti aspettative di un intervento di *quantitative easing* da parte della BCE rivolto anche ai titoli di Stato, fino a fine anno i livelli di CDS rimasero più elevati, toccando il picco massimo il giorno 16 dicembre 2014 (sulla scadenza decennale 211 p.b. per il *CDS2003* e 230 p.b. per il *CDS2014*, sulla scadenza quinquennale 147 p.b. per il *CDS2003* e 163 p.b. per il *CDS2014*).

Con l'inizio del 2015 i CDS hanno ritracciato significativamente, il *gap* con gli *spread* BTP-Bund si è notevolmente ristretto - pur senza richiudersi ai livelli del settembre scorso - e in gennaio la correlazione tra CDS e *spread* mostrava di essersi ristabilita.

Tale correlazione sembra però di nuovo essersi affievolita nelle ultime settimane. La spiegazione potrebbe risiedere in due fattori concomitanti: da un lato, il riemergere delle preoccupazioni circa la possibilità che la Grecia possa uscire dall'Area Euro, che spinge al rialzo i CDS di diversi paesi dell'Area, dall'altro la positiva reazione ai dettagli forniti dalla BCE circa dimensioni, durata e ampiezza (in termini di tipologia di titoli oggetto di riacquisto) del QE, che comprime gli *spread* BTP-Bund.

In parte, l'andamento divergente osservato potrebbe anche essere dovuto ad acquisti consistenti di BTP, realizzati nel momento in cui le prospettive di *Quantitative Easing* si venivano sempre più concretizzando e che determinavano, però, l'esigenza di copertura del rischio di credito verso l'Italia così accresciuto, copertura effettuata tramite l'acquisto di CDS.

E' anche opportuno evidenziare come, sebbene entrambe le variabili in oggetto (*spread* e CDS) siano indicatori della percezione, da parte del mercato, del merito creditizio della Repubblica Italiana, i rispettivi valori sono determinati da flussi di domanda e offerta originati in due mercati molto diversi. In particolare, soprattutto

dopo il già citato divieto di *naked CDS* di fine 2012, il mercato dei CDS aventi ad oggetto il rischio di credito di emittenti sovrani è molto meno liquido che in passato, in virtù dei minori volumi di contratti scambiati, e soprattutto meno liquido del mercato dei titoli di Stato. Pertanto, se i flussi contemporanei di acquisto di BTP e di protezione via CDS si verificano in un mese come dicembre, tradizionalmente caratterizzato da volumi di scambio molto ridotti, il divario di liquidità fra i due mercati può generare i fenomeni osservati. Inoltre, la platea di operatori attivi nel mercato dei CDS è tipicamente più ristretta di quella attiva nel mercato dei titoli di Stato perché, per motivi legati al rischio di controparte, esclude di norma operatori ed investitori domestici.

Da queste considerazioni emerge che, ormai, le quotazioni dei CDS non trascinano più come un tempo i livelli dei tassi dei titoli di Stato corrispondenti: *spread* e CDS possono sì temporaneamente mostrare sfasature e disallineamenti, anche per il determinarsi di situazioni di arbitraggio che il mercato può sfruttare (pur se ormai solo a copertura dell'esposizione di credito), ma tali divaricazioni tendono a rientrare tanto più rapidamente quanto più efficiente è il mercato sottostante. Infine, la divergenza tra *spread* e CDS, con un aumento di questi ultimi a fronte di una stabilità o una riduzione degli *spread*, può essere indicativa di una maggiore domanda per i titoli di Stato, e dunque di una situazione moderatamente positiva. Totalmente positiva sarebbe nel caso in cui gli investitori percepissero come irrilevante il differenziale di rischio di *default*, ad esempio, tra Italia e Germania.

**INFORMAZIONI SUI DERIVATI DEGLI ENTI TERRITORIALI  
DISPONIBILI PRESSO IL DIPARTIMENTO DEL TESORO – DIREZIONE  
DEL DEBITO PUBBLICO**

Il 10 febbraio scorso, al termine dell'audizione concernente l'uso degli strumenti finanziari derivati da parte dello Stato e delle altre amministrazioni territoriali, il Presidente della VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati ha chiesto di conoscere il valore del *mark to market* delle posizioni in derivati detenuti da regioni ed enti locali.

Attualmente questo dato non è nella disponibilità della Direzione del Debito Pubblico, dal momento che i compiti istituzionalmente attribuiti alla Direzione e rinvenibili nella normativa di riferimento - commi 2-bis e 2-ter dell'articolo 41 della legge n. 448 del 2001 - sono rivolti essenzialmente al monitoraggio e alla rilevazione statistica del fenomeno dell'indebitamento e delle relative operazioni in strumenti finanziari derivati di regioni ed enti locali, non alla loro valorizzazione al mutare delle condizioni di mercato.

In particolare, il focus della normativa vigente era inizialmente circoscritto alla rilevazione dell'ampiezza dei fenomeni – debito e derivati - e ad un'attività di coordinamento volta a prevenire un disordinato accesso al mercato da parte di più enti territoriali, ai quali era riconosciuta un'autonomia operativa piuttosto ampia, nell'ambito del decentramento delle competenze sancito dal nuovo Titolo V della Costituzione.

In tale contesto, per quanto riguarda i derivati, fino all'emanazione della legge n. 296 del 2006 (legge finanziaria per il 2007), gli enti locali (ma non le regioni) erano sì tenuti a comunicare trimestralmente “le operazioni derivate concluse” ai sensi dell'articolo 1, comma 1, del D.M. 389 del 1° dicembre 2003, ma, nella realtà, tale obbligo era rimasto largamente disatteso. Invece, il comma 737 dell'art. 1 della L. 296/1996 integrò la normativa vigente aggiungendo il comma 2-bis dell'art. 41 della L. 448/2001, con il quale veniva disposto l'obbligo, in carico a tutti gli enti

territoriali (regioni comprese), di trasmettere preventivamente al Dipartimento del Tesoro, a pena di inefficacia, i contratti in strumenti finanziari derivati. Pertanto, a partire dal 1° gennaio 2007, il *data-base* del Tesoro si arricchì notevolmente e divenne più rappresentativo della realtà sotto monitoraggio.

Un ulteriore compito attribuito al Dipartimento del Tesoro nella medesima occasione è quello contenuto nel comma 2-ter dell'art. 41 della L. 448/2001, anch'esso aggiunto dalla legge finanziaria per il 2007, il quale stabilisce che *“delle operazioni di cui al comma precedente che risultino in violazione alla vigente normativa, viene data comunicazione alla Corte dei conti per l'adozione dei provvedimenti di sua competenza”*.

Il *data-base* nel quale sono inserite le informazioni su indebitamento e derivati è stato realizzato in prima battuta tenendo conto delle esigenze originarie. Esso risente, però, di un'eccessiva rigidità dell'impostazione ed è in corso una sua re-ingegnerizzazione finalizzata a renderlo più flessibile e pienamente integrato nel sistema di elaborazione dati in uso della Direzione del Debito Pubblico. Si è parallelamente avviato l'inserimento di tutte le informazioni relative ai contratti, che permetterà, fra l'altro, di disporre dei dati di debito e nozionali dei derivati ammortizzati; a tutt'oggi, infatti, tali dati sono contabilizzati solo al valore iniziale e non tengono conto dei relativi piani di ammortamento.

Solo quando questo lavoro sarà completato, sarà anche possibile integrare queste informazioni nei sistemi di valutazione a disposizione della Direzione del Debito Pubblico. L'avvio di questo processo di completamento e miglioramento qualitativo delle informazioni risale ad alcuni mesi fa ed è stato deciso su iniziativa spontanea dell'amministrazione.

Si rammenta, comunque, che anche questa attività è soggetta alla completezza e attendibilità dei dati che vengono forniti dalle varie amministrazioni, poiché senza la comunicazione da parte degli enti non c'è modo, per il Dipartimento del Tesoro, di censire le informazioni. E' quindi probabile che queste rimangano non esaustive, pur se rappresentative del fenomeno nel suo complesso.

Alla luce di quanto illustrato, l'unica fonte pubblica dalla quale è attualmente ricavabile una quantificazione del *mark to market* delle posizioni in derivati delle amministrazioni territoriali, ma in modo molto parziale in quanto limitato alle posizioni con intermediari finanziari italiani, è la tavola 33 del “Supplemento al Bollettino Statistico – Debito delle amministrazioni locali ”. Nell'ultimo numero pubblicato (il 57 del 31 ottobre 2014) si registra che, al 30 giugno 2014, il valore di mercato delle posizioni in strumenti derivati detenuti dalle amministrazioni locali con controparti bancarie italiane era pari a circa 1,2 miliardi di euro, in negativo per gli enti.

Tale dato è rilevato dalla Banca d'Italia nelle sue funzioni di vigilanza del sistema bancario e si basa sulle informazioni contenute nei bilanci degli Istituti di credito italiani sottoposti, appunto, alla sua vigilanza.

Si tenga conto al riguardo che, alla data del 31 dicembre 2014, dai dati a disposizione del Dipartimento del Tesoro così come comunicati dagli enti, risulta che su un totale di 433 contratti, 317 vedono come controparte degli enti un soggetto italiano. Se però si tiene conto del nozionale iniziale dei contratti in strumenti derivati in essere alla stessa data, su poco più di 24,7 miliardi di euro solo 9,7 miliardi si riferiscono a derivati con controparte un'entità sottoposta a vigilanza da parte della Banca d'Italia.

Verosimilmente, ciò è dovuto alla maggiore numerosità di contratti relativamente piccoli stipulati con banche italiane, mentre i derivati con il nozionale maggiore, riferibili principalmente alle regioni, hanno come controparte una banca non sottoposta a vigilanza nazionale.