

# ***Rassegna stampa***

Centro Studi C.N.I. 18 giugno 2017



## ALBI E MERCATO

Sole 24 Ore	18/06/17 P. 1	Sulle professioni una strategia a livello europeo	Paolo Feltrin	1
-------------	---------------	---	---------------	---

## DERIVATI DI STATO

Sole 24 Ore	18/06/17 P. 1	L'impatto dei derivati dello Stato sull'effetto-Qe	Morya Longo	3
-------------	---------------	--	-------------	---

## ALBI & MERCATO

# *Sulle professioni una strategia a livello europeo*

di **Paolo Feltrin**

**I**l Jobs act del lavoro autonomo contiene, come spesso capita in provvedimenti di questo tipo, tali e tanti interventi di riforma, da rendere complicato il giudizio. Per molti versi non si può non applaudire all'ampliamento delle tutele del lavoro professionale non ordinistico.

*Continua » pagina 13*



ALBI & MERCATO

# Sulle professioni è necessaria una strategia Ue

di Paolo Feltrin

► Continua da pagina 1

**S**i tratta di misure attese da anni, richieste tanto dagli Ordini quanto dalle associazioni non ordinarie, e sulle quali il legislatore aveva finora evitato di intervenire in modo sistematico.

Fin qui tutto bene. Tuttavia se si vuole essere franchi fino in fondo vi sono almeno tre questioni sulle quali vanno accesi i riflettori nel prossimo futuro, in parte perché dipendono dalle modalità di attuazione delle deleghe previste dalla legge appena entrata in vigore, in parte perché non è ancora chiara la direzione di marcia che si intende seguire come paese a proposito del mondo delle professioni. Tutte e tre queste questioni hanno a che fare inoltre con il rapporto tra regolazione legislativa e organizzazioni di rappresentanza dei professionisti.

In primo luogo, una delle prossime deleghe dovrà regolamentare la possibile devoluzione agli Ordini e ai Collegi dello svolgimento di atti pubblici. Si tratta, nei fatti, dell'allargamento di esperienze che hanno dato già buoni frutti in passato con l'affidamento alle associazioni di rappresentanza degli interessi di attività che avrebbero dovuto svolgere i pubblici uffici: si pensi ai compiti pubblici assolti dalle organizzazioni agricole, artigiane e dei commercianti, oppure ai patronati e ai centri di assistenza fiscale (caf) nel caso dei sin-

dacati. Spesso, al di là delle polemiche strumentali, questa delega ad associazioni private ha fatto spendere meno allo Stato e ha aumentato l'efficienza delle prestazioni (valga per tutti il caso del fisco). Tuttavia nel momento in cui si riconoscono nuove funzioni "pubbliche" agli Ordini e ai Collegi si dovrebbe chiarire in via definitiva se essi vanno mantenuti, aboliti, oppure addirittura potenziati. Insomma, sarebbe quantomeno auspicabile un indirizzo chiaro del legislatore sulle loro future competenze e sui loro perimetri di azione, anche perché, in caso affermativo, si dovrebbero individuare i criteri di legittimazione delle mille professioni di nuovo conio che premono sul parlamento in quanto si sentono discriminate dall'assenza di un loro riconoscimento ordinistico, fatto a misura delle loro specifiche esigenze professionali.

Una seconda questione, in larga parte simile, riguarda l'ampliamento del welfare complementare operato dalle Casse. Anche in questo caso si tratta di legittimare il pulviscolo di sperimentazioni avviate in questi anni sotto la pressione di una domanda di welfare aggiuntivo a cui solo le Casse previdenziali, in virtù dei loro cospicui introiti, erano in grado di dare risposta.

Fin qui tutto bene, anzi c'è da chiedersi se non siano da esplorare incentivi fiscali che favoriscano la diffusione del welfare complementare, magari percorrendo

strade analoghe a quelle in vigore per i lavoratori dipendenti attraverso la defiscalizzazione dei premi di risultato annuali.

Tuttavia non c'è chi non veda come non vi sia simmetria alcuna tra datore di lavoro e Cassa previdenziale, con la conseguenza che i nuovi ruoli e le nuove funzioni delle Casse devono quantomeno essere adeguatamente indirizzate dal legislatore. Per il momento forse non c'è problema vista l'utilità di sperimentare a briglia sciolta i confini di questo welfare complementare.

Ma prima o poi una riflessione andrà fatta, altrimenti dietro l'angolo c'è il rischio di ripercorrere vecchie strade che si volevano abbandonare, senza dimenticare il pericolo di una moltiplicazione inefficiente di strutture simil-mutualistiche.

In terzo luogo, il mondo delle professioni è oggi organizzato a mezzadria da Ordini, Casse e associazioni

## NON SOLO CABOTAGGIO

Le misure del Jobs act degli autonomi sono attese da anni ma è necessario capire il tipo di sistema a cui vogliamo arrivare

di rappresentanza di interessi, prime fra tutte quelle firmatarie di contratti nazionali di lavoro, senza una chiara divisione dei compiti.

Come è logico attendersi, guerre di confine e giochi di concorrenza sono inevitabili.

Il Jobs act implicitamente sceglie di non scegliere, potenziando e offrendo opportunità a tutti e tre questi soggetti collettivi. Come a dire che fa finta di non vedere i rischi impliciti in una concorrenza esasperata.

Qui a latitare è l'Europa, ed è la debole iniziativa comunitaria a legittimare il fatto che ogni Paese si muova in ordine sparso, ovvero che ognuno rafforzi i propri tradizionali modelli nazionali di regolazione (pubblica e privata) delle professioni.

Ma si può davvero pensare di andare avanti ancora per molto con regolazioni nazionali che tendono ad amplificare invece che a ridurre le rispettive (divergenti) traiettorie di sviluppo? È vero che il modello inglese - il più lontano da quelli continentali - perde di significatività dopo il voto sulla Brexit del 2016 e l'avvio dei negoziati di uscita dall'Unione europea.

Tuttavia, basta guardare a che cosa sta succedendo in Francia, Spagna, Germania e Italia per capire che prima o poi bisognerà alzare lo sguardo dal proprio cortile e (ri)provare a trovare un orizzonte europeo per regolare le professioni e l'insieme delle sue rappresentanze.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Il dibattito

L'intervento di Paolo Feltrin segue quello di Marcello Clarich («Il Sole 24 Ore» del 16 giugno), di Guido Alpa (15 giugno) e di Andrea Goldstein che ha aperto il dibattito il 14 giugno

## L'INCHIESTA

# L'impatto dei derivati dello Stato sull'effetto-Qe

di **Morya Longo**

**L'**effetto è, più o meno, quello di nuotare controcorrente. Lo Stato da un lato fa di tutto per ridurre il debito pubblico, ma dall'altro la montagna di contratti derivati (che lo stesso Stato ha stipulato negli anni passati) rema dalla parte diametralmente opposta. Se dal 2013 al 2016 la politica monetaria di Mario Draghi ha permesso alle nostre casse pubbliche un risparmio cumulato in termini di interessi di 24 miliardi (dato Istat), nello stesso arco di tempo le perdite sui derivati hanno pesato sul debito pubblico di altrettanti 24 miliardi (dato Eurostat). Il sollievo che la Bce ci ha regalato, insomma, i derivati ce l'hanno tolto.

Continua a pagina 4



**Le vie della ripresa**  
LE STRATEGIE SUL DEBITO

**Il confronto europeo/1**

L'Italia è l'unico Paese che registra un impatto così negativo dei contratti siglati con le banche

**Il confronto europeo/2**

Nel 2016 con i derivati in Italia debito gravato di 8,3 miliardi, in Olanda diminuito di 6,5

# L'impatto dei derivati dello Stato sull'effetto-Qe

## Dal 2013 l'effetto sui conti degli swap (24 miliardi) è stato pari ai minori interessi sul debito pubblico

di **Morya Longo**

► Continua da pagina 1

**M**a l'aspetto che più colpisce è un altro: l'Italia è l'unico Paese in Europa che registra un impatto negativo così rilevante sui suoi conti pubblici a causa dei derivati stipulati dal Tesoro con varie banche d'affari. Gli altri Paesi, come la Germania o la Francia, perdono poco. Alcuni, come l'Olanda, addirittura guadagnano. È vero che il nostro Paese, con il suo debito pubblico gigantesco, ha problematiche che altri Paesi non hanno. Nessuno lo nega. Il ministro dell'Economia Padoan ha inoltre ribadito che, in relazione ai derivati, «non sussistono situazioni a rischio per le casse dello Stato». Bene.

Ma i numeri pongono comunque una domanda: perché i derivati sono una ferita sempre aperta solo in Italia? Il Sole 24 Ore, con la consulenza di vari esperti, tra i quali quelli di Ifa Consulting, e contattando direttamente i Governi di Italia e di altri Paesi europei, ha cercato la risposta. In una materia dove, a causa di una certa opacità e di regole contabili in continua evoluzione, non sempre si riesce a trovare una risposta certa e definitiva. Ecco cosa è emerso.

### Il confronto europeo

Partiamo dai numeri, che il Sole 24 Ore ha estrapolato dai dati Eurostat. Nel 2016 i derivati hanno causato ai conti pubblici italiani un aumento del debito di 8,3

miliardi. E, come ha spiegato il ministro Padoan rispondendo a un'interrogazione parlamentare dell'onorevole Carla Ruocco, se il Tesoro non fosse intervenuto con varie rinegoziazioni, l'effetto negativo sarebbe stato più elevato. Nello stesso 2016, invece, l'Olanda con i derivati ha registrato una riduzione del debito pubblico di 6,5 miliardi. Germania e Francia invece solo minimi aumenti, pari a 852 e 979 milioni.

Se si estende il conto agli ultimi 4 anni, il calcolo è ancora più clamoroso. In Italia i derivati hanno causato un aumento del debito pubblico nel complesso di 24 miliardi (che diventano 32 dal 2011), in Germania di soli 4,5 miliardi, in Francia di appena 293 milioni e in Olanda l'impatto stato addirittura positivo per un totale di 11,7 miliardi. Il Ministero dell'Economia, interpellato dal Sole 24 Ore, sostiene in realtà che non sia corretto parlare di incremento del debito riferendosi ai 24 miliardi e agli 8,3 del 2016: nella cifra - riferiscono i tecnici di Via XX Settembre - vengono sommati da Eurostat i flussi netti di interessi sui derivati con il debito contabile. Ma altri addetti ai lavori storcono il naso per questa interpretazione. Sta di fatto, in ogni caso, che le cifre sono uniformi per tutti i Paesi europei. Dunque il confronto tra i vari Stati resta valido. E l'Italia, comunque la si guardi, soffre per i derivati più di tutti.

Del resto anche se anche si osserva il valore di mercato dei derivati di ogni Paese (il cosiddetto *mark-to-market*, dunque le perdite potenziali future), il discorso non cambia: in Italia il valore è negativo per un importo pari all'1,9% del Pil (il dato è del 2015), in Germania per appena lo 0,5%, in Francia è pari a zero e in Olanda è positivo per un ammontare pari al 2,6% del Pil.

«La grande crisi ha prodotto una situazione di mercato completamente imprevedibile». Con queste parole il direttore generale del debito pubblico italiano, Maria Cannata, alla Camera dei Deputati nel febbraio del 2015 spiegò il motivo dell'impatto negativo dei derivati sui nostri conti pubblici: l'Italia in passato

### LE CAUSE

Negli anni scorsi l'Italia ha stipulato questi contratti per proteggersi da rischi che non si sono avverati, come l'aumento dei tassi

### IL GOVERNO

In settimana il ministro Padoan ha ribadito che, in relazione ai derivati, «non sussistono situazioni a rischio per i conti dello Stato»

ha usato i derivati per allungare la vita media del debito pubblico e per assicurarsi dal rischio di rialzo dei tassi - ha spiegato -, ma poi i tassi sono imprevedi-

bilmente scesi. In parole semplici: l'Italia ha usato questi strumenti per «assicurarsi» da rischi che non si sono materializzati. I derivati sono infatti contratti che vengono stipulati con banche d'affari per modificare, sinteticamente, un debito e per assicurarsi da un rischio: con uno «swap» si può trasformare un debito a tasso variabile in uno a tasso fisso oppure un debito in dollari in uno denominato in euro e così via. Ebbene: l'Italia temeva in passato un rialzo dei tassi (dunque si è «assicurata» contro questo rischio), ma poi i tassi sono scesi. Per questo l'assicurazione è diventata un boomerang.

Resta però un dubbio: dato che i tassi sono scesi per tutti in Europa, perché mai solo in Italia i derivati hanno prodotto un tale salasso? E soprattutto: come fa un Paese come l'Olanda a registrare un tale beneficio dai derivati, mentre l'Italia soffre? È solo sfortuna nostra e fortuna loro?

### Italia e Olanda: due opposti

Per rispondere guardiamo proprio i due casi limite: l'Italia e l'Olanda. Il paragone calza perché, sebbene l'Olanda abbia meno debito di noi, ha in realtà più derivati rispetto all'Italia: 481 miliardi nominali contro circa 160. L'aspetto curioso è che i due Paesi, pur tanto distanti nelle fortune dei derivati, dichiarano almeno

un obiettivo analogo nella gestione del debito pubblico: l'allungamento della sua durata media. Leggendo i documenti ufficiali (molto trasparenti) del Dipartimento che gestisce il debito pubblico olandese, e contattandolo direttamente, si scopre infatti che attualmente il Governo sta usando derivati con l'obiettivo di allungare la vita media del debito a 6,4 anni nel 2019.

Manon registra perdite, a differenza nostra. Per un motivo semplice: il portafoglio derivati dell'Olanda è, per effetto delle finalità specifiche di gestione del debito, più coerente con l'attuale situazione di tassi bassi. Il Governo olandese ha infatti attualmente (a marzo 2017) 255 miliardi di euro di «receiver swap»

(cioè contratti in cui il Governo paga a una banca d'affari un tasso variabile oggi basso e incassa un tasso fisso più elevato) e 225 miliardi di «payer swap» (che funzionano nel modo opposto): i derivati di tipo «receiver», che in Olanda sono maggioritari dato che il Paese ha sempre emesso molti titoli di Stato a lunga scadenza, beneficiano del calo dei tassi. Dunque il Paese dei tulipani oggi guadagna.

In Italia il portafoglio derivati è invece ben diverso. Il nostro ministero dell'Economia negli anni passati, per allungare la durata del debito e per «assicurarsi» contro il rialzo dei tassi, ha infatti stipulato molti «swap» in cui lo Stato paga a una banca d'affari un tasso fisso a lunga scadenza e in cambio incassa dalla stessa banca d'affari un tasso variabile a breve scadenza. Questo, dato che i tassi sono scesi negli ultimi anni come mai nel passato, causa un profondo rosso per l'Italia. Dato che il 71% del nostro portafoglio di derivati funziona in questo modo - secondo l'ultimo «Rapporto sul debito pubblico» del Tesoro - le perdite sono consistenti.

Altra fonte di perdite, minore ma pur rilevante, è data dalle cosiddette «swaption», opzioni che hanno un approccio meno di copertura dei rischi. «L'Italia non ha acquistato, ma ha venduto swaption di tipo receiver - osserva Nicola Benini di Ifa Consulting -. Questo significa che la banca d'affari controparte del Tesoro, che beneficia del diritto di entrare nello swap in futuro, incasserà il tasso fisso e pagherà il va-

riabile. Questi derivati sono di natura speculativa per l'Italia». Insomma: «Sono scommesse sui tassi». Vendendo swaption, invece di acquistarle, è come se il nostro Paese avesse dato alle banche d'affari il coltello dalla parte del manico.

### Le rinegoziazioni

Altro tasto dolente per l'Italia è quello delle rinegoziazioni o delle chiusure anticipate dei derivati da parte delle banche d'affari. È nota la vicenda di Morgan Stanley, che chiudendo anticipatamente alcuni derivati ha costretto lo Stato italiano a pagare 3,1 miliardi di euro pubblici. La Corte dei Conti, secondo quanto anticipato da «Repubblica» recentemente, ha contestato un danno erariale per 4,1 miliardi su questa sola vicenda. Ma le rinegoziazioni sono molte. E quasi sempre - sottolineano gli esperti di Ifa Consulting - sono gravate da costi impliciti.

Nella recentissima risposta del ministro Padoa-Schioppa a un'interrogazione dell'onorevole Ruocco, si scopre che l'anno scorso (quando i derivati hanno causato un aumento del debito di 8,3 miliardi) il Tesoro ha effettuato varie rinegoziazioni per evitare che il «buco» prodotto dai derivati fosse più grande. O, per dirla con le parole del ministro, per «ridurre l'incremento del debito». Ma - secondo gli esperti - questo potrebbe avere aumentato i rischi di perdite nel futuro.

Prendiamo solo una rinegoziazione per capire. Il Tesoro aveva una «swaption» da un miliardo che

presentava una perdita economica (mark to market) di oltre 600 milioni. Già questo è un numero su cui soffermarsi: questo derivato perdeva oltre il 60% del suo valore. Per evitare di contabilizzare l'intera perdita, il Tesoro ha contestualmente agito su un derivato valutario (un cross currency swap che copriva il rischio valutario di un bond denominato in dollari della Repubblica italiana) che era invece in attivo: questo ha fruttato 300 milioni di euro, che sono stati usati per ridurre la perdita di 600 milioni della «swaption». Così, spiega il ministro, «l'incremento del debito è stato di poco superiore a 300 milioni di euro, quindi circa la metà di quello che si sarebbe verificato in caso di non intervento».

Meno male, potremmo dire. Ma in finanza raramente esistono i pasti gratis: «Lo Stato con questa operazione ha certamente ridotto la perdita attuale, ma è rimasto esposto al rischio di cambio su un titolo in dollari», osserva Nicola Benini di Ifa Consulting. «La realtà è che le rinegoziazioni costano sempre, anche se non generassero flussi, e modificano il profilo di rischio - aggiunge -. Se da un lato possono ridurre il fabbisogno finanziario nell'immediato, dall'altro comportano quasi sempre un aumento del debito atteso in futuro». Anche se il Tesoro nega che questo sia avvenuto. La complessità della materia si presta a troppe interpretazioni. La speranza, comunque sia, è che le generazioni future non si trovino questo fardello sulle spalle.

[m.longo@ilsale24ore.com](mailto:m.longo@ilsale24ore.com)

RIPRODUZIONE RISERVATA



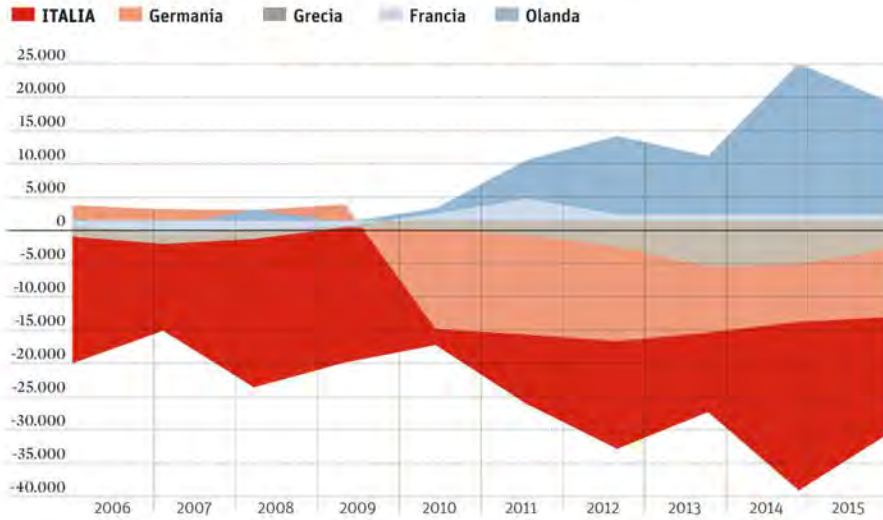
## Derivati

● Gli strumenti finanziari derivati sono contratti il cui valore «deriva» dalla quotazione di mercato delle attività «sottostanti», cioè varia in base all'andamento delle attività finanziarie. Si tratta di contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti connessi a valori mobiliari o rendimenti o ad altri indici o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o con il pagamento di differenziali in contanti. I derivati sono oggetto di contrattazione in molti mercati finanziari, e soprattutto in mercati al di fuori dei centri borsistici ufficiali. Tali strumenti sono utilizzati, principalmente, per tre finalità: ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente; assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto; conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione.

### Chi vince e chi perde con i derivati

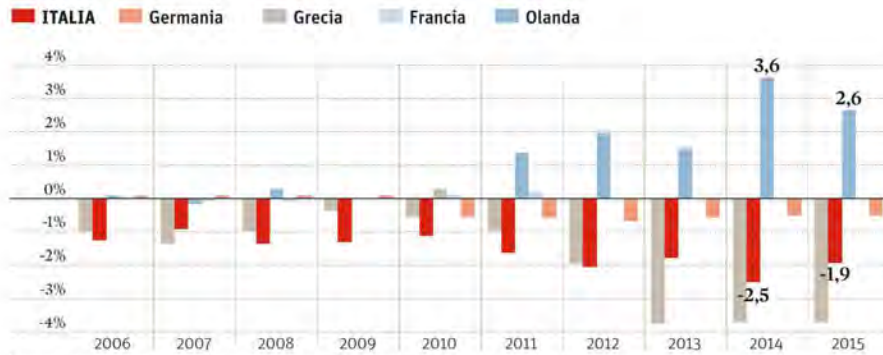
#### VALORE DI MERCATO DEI DERIVATI DI ALCUNI PAESI DELL'EUROZONA

Dati in milioni di euro



#### VALORE DI MERCATO DEI DERIVATI DI ALCUNI PAESI DELL'EUROZONA

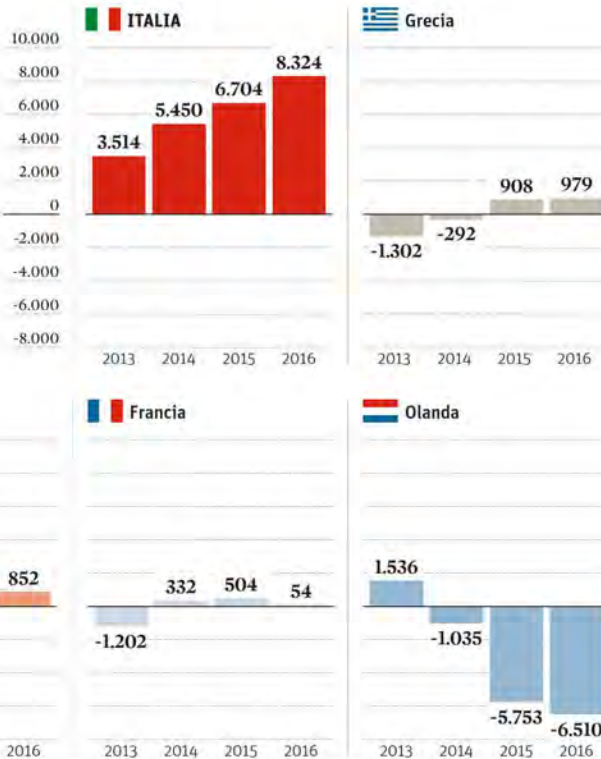
In percentuale sul Pil



Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore su dati Eurostat

#### IL FARDELLO ANNO PER ANNO DEI DERIVATI

Indebitamento contabile e flussi netti di interessi generati da derivati, in milioni di euro



Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore su dati Eurostat