

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

COSÌ L'ITALIA RISCHIA DI PROVOCARE IL CROLLO DEI MERCATI

► L'Italia è la nostra maggiore causa di apprensione nell'eurozona. I problemi del Paese non si limitano all'elevato rapporto debito pubblico/pil (che a oltre il 132% è il più elevato dell'area euro dopo quello della Grecia) e al ristagno della sua economia, che dall'inizio del 2018 si trova sull'orlo della recessione. Timori maggiori giungono dalle banche del Paese, che rimangono ampiamente sottocapitalizzate. In assenza di misure significative per sostenere il settore bancario, l'economia italiana sembra destinata a rimanere in stagnazione. Questo perché in Italia, e nell'eurozona più in generale, le banche giocano un ruolo essenziale nel finanziare il settore privato. Inoltre, essendo l'Italia la terza economia dell'eurozona, il suo benessere economico ha ramificazioni per l'intera area valutaria. In circostanze normali, quando le banche centrali riducono i tassi, i prestatori approfittano del minor costo del denaro per investire e spendere, esercitando così un'azione di stimolo sull'attività economica. Tuttavia, con un settore bancario debole questo canale di trasmissione non funziona. Per quanto le banche centrali come la Bce possano adottare un orientamento accomodante sui tassi, il meccanismo della politica monetaria si inceppa. Consideriamo il caso del Giappone, dove la domanda di credito ha subito una battuta d'arresto. In termini nominali, lo stock dei prestiti in essere in Giappone è inferiore al livello del 1997. A dieci anni dalla crisi finanziaria l'Italia si trova in una situazione simile, poiché lo stock di prestiti alle piccole e medie imprese continua a ridursi. Il timore è che, nonostante questi segnali di avvertimento, i politici italiani non riescano ad affrontare le criticità che affliggono le banche del Paese. Paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito, la Spagna e l'Irlanda hanno risolto velocemente il problema. Le banche hanno effettuato accantonamenti a fronte di perdite sulle attività non produttive nel settore privato e hanno ridotto rapidamente la leva in bilancio. L'indebitamento (e la spesa) del settore pubblico sono aumentati per controbalanciare il rallentamento dell'attività aziendale, contribuendo a stabilizzare la crescita del credito, la crescita del pil e la creazione di posti di lavoro. Qualche progresso tuttavia è stato fatto. Nel 2017 la Bce ha promosso con successo la ricapitalizzazione di Monte dei Paschi, una delle maggiori banche italiane. Il governo ha inoltre istituito il Gacs, un meccanismo di garanzia statale studiato per aiutare le banche a disfarsi dei crediti deteriorati. Ma con circa un quarto dei crediti deteriorati dell'eurozona iscritti nei bilanci degli istituti italiani, resta ancora molto da fare. Secondo le nostre stime, le banche del Bel Paese hanno bisogno di un'iniezione di capitale compresa tra i 30 e i 40 miliardi di euro, pari a circa il 2% del pil, un importo significativo alla luce del già eccessivo rapporto debito/pil del Paese. Un consolidamento transfrontaliero del sistema bancario sarebbe d'aiuto (le casse di risparmio francesi, per esempio, siedono su circa 30 miliardi di euro di capitale in eccesso) ma permangono imponenti ostacoli politici alle fusioni. Senza una qualche forma di ricapitalizzazione del settore bancario italiano, le imprese del Paese saranno private dei capitali di cui hanno bisogno per crescere. In assenza di misure concertate per sostenere gli istituti italiani, lo scenario più ottimistico per l'Italia è caratterizzato da una crescita economica sottotono riflessa da rendimenti azionari deludenti. Nel peggiore dei casi, invece, si potrebbe registrare una crisi del mercato obbligazionario e dei finanziamenti che finirebbe per travolgere i mercati azionari e del debito dell'eurozona. Con l'Italia che sembra assumere connotati giapponesi, questa rimane una preoccupante possibilità. (riproduzione riservata)

Paul Smillie
analista senior degli investimenti,
reddito fisso di
Columbia Threadneedle Investments

Il Mes non deve imporre il concorso dei privati alla ristrutturazione del debito

DI ANGELO DE MATTIA

Sulla storia poco edificante dell'accordo intergovernativo sull'istituzione del Meccanismo europeo di stabilità (Mes) si sta susseguendo, con una perentorietà degna di miglior causa, una serie di affermazioni *in piscem*, come avrebbero detto i romani. La principale suona così: come Italia, noi non chiederemo mai prestiti al Mes, dunque perché allarmarsi? Si potrebbe rispondere, traendo le estreme conseguenze da questa affermazione, perché allora sottoscrivere un accordo per il quale sappiamo già (non è chiaro come) che non avremo mai bisogno di sostegno e, dunque, saremo solo contributori?

Altri ritengono che, se si teme il ruolo che la Germania, come altri creditori, potrà avere nella gestione del Meccanismo, siffatto ruolo prescinde da quest'ultimo, ben potendosi dispiegare anche se non ci fosse questa innovazione. È come dire, poiché un atteggiamento di forza può essere tenuto nei confronti di una persona, tanto vale consolidare vieppiù, facendolo con una normativa vincolante, la posizione di colui che tale atteggiamento può assumere: come logica non c'è male. Altri, ancora, dicono: quale messaggio si darebbe, se il governo non firmasse l'accordo, dimostrando di fatto che si ha paura di dovere ristrutturare il debito italiano, considerato pure che poi gli altri Paesi potrebbero comunque stipulare tra di loro l'accordo in questione, escludendo l'Italia? Questa è la solita obiezione che si manifesta quando, dopo una trattativa sulla quale l'opinione

pubblica non è stata che in maniera marginale o punto informata, si arriva al momento della decisione della firma dell'intesa e si formula una considerazione dal sapore ricattatorio: se non sottoscrivi, sono guai maggiori. Un argomento inaccettabile. Oppure accoglibile alla condizione che chi ha trattato ne tragga le conseguenze. Allorché per un accordo interno, quello sulla concertazione all'epoca di governo presieduto da Carlo Azeglio Ciampi nel 1993, il segretario generale della Cgil, Bruno Trentin, rilevò che l'intesa avrebbe creato divisioni all'interno del mondo del lavoro, la firmò ugualmente per onorare il lavoro svolto ed essere coerente con l'opera personalmente compiuta fino allora, ma immediatamente dopo si dimise dalla carica. Ed era Trentin, un leader indiscusso e di grande levatura. Il fatto è che qui non si sostiene la non firma, ma l'esigenza di rivedere alcuni punti dell'ipotesi di accordo, soprattutto quello del concorso dei privati alla eventuale ristrutturazione del debito, qualora questa sia imposta, in considerazione della sua non sostenibilità, dallo stesso Mes e dalla Commissione Ue. Vi è poi l'osservazione, più sensata, di chi dice: bene, non volete questo accordo, ma cosa sostenete in alternativa? Qui la risposta è più che doverosa. E per essa, si rinvia a quanto testé detto sulle modifiche. Ma già c'è da attendersi, da altri, l'obiezione riguardante l'inaccettabilità, dal lato dei partner, di emendamenti

all'accordo. Ma, se così fosse, allora bisognerebbe essere chiari e affermare che la firma del testo, così come è oggi, è inevitabile, essendo un testo immutabile. Non sarebbe più un accordo, ma una sorta di contratto per adesione, «prendere o lasciare», con il che il ruolo e la dignità di un Paese andrebbero a farsi benedire. Del resto, quando in un discorso che, per la verità è stato forzato se non strumentalizzato dalle cronache, il governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, ha ricordato l'accordo raggiunto nella riunione dei capi di Stato e di governo a Deauville (dal quale, ritiene chi scrive, è derivata gran parte dei gravi problemi con i quali ci stiamo confrontando) lo ha fatto verosimilmente per ricordare le conseguenze della decisione di prevedere un preciso ruolo dei privati nella partecipazione alle conseguenze delle crisi bancarie. Ne derivò la Direttiva sul bail-in che ancora oggi in molti criticiamo duramente da diversi punti di vista.

Si vuole, allora, dai sostenitori della ferrea intangibilità dell'accordo sul Mes, un *bis in idem*? Un bail-in per il debito pubblico? Naturalmente non può non esserci accordo con coloro che, invece, sostengono che la via maestra è la riduzione del debito. Ma su queste colonne a giorni alterni interveniamo su questo argomento *ab immemorabili*. Del pari abbiamo mosso critiche al Mes ma da un versante solo tecnico, senza essere toccati dalle pur possibili deduzioni politiche. (riproduzione riservata)

Agli imprenditori conviene rimpatriare

DI DANIELE TERRANOVA*

Nonostante siano passati diversi mesi dall'entrata in vigore della nuova disciplina sul rimpatrio dei lavoratori, le importanti agevolazioni introdotte dall'allora governo giallo-verde sono ancora poco conosciute alla stesissima platea di soggetti potenzialmente interessati. Come noto, l'art. 5 del Decreto Legge 34 del 2019 («Rientro dei cervelli»), poi convertito con legge n.58 del 2019, è andato a modificare l'art. 16 del Dlgs. 147/2015 ampliando significativamente non solo i vantaggi ma anche il novero di soggetti che possono fruirne, appunto, non solo i «cervelli». Se hanno fatto molta eco mediatica le agevolazioni per i calciatori professionisti, incredibilmente, sono quasi passate in sordina quelle per i lavoratori autonomi, i dipendenti e soprattutto gli imprenditori. Per queste tre categorie, chi rimpatria dall'anno 2020, dopo un periodo di almeno due anni di residenza all'estero, gode di un'esenzione del 70% della propria base imponibile Irpef e, se si trasferisce in una delle regioni del sud Italia, l'esenzione arriva al 90% (salvo che per il reddito d'impresa che rimane esente al 70%). Il beneficio dura 5 anni estendibili di altri 5 se si hanno figli minorenni o a carico o se si acquista un immobile a uso residenziale in Italia. Nell'ulteriore quinquennio l'esenzione è però limitata al 50% della base

imponibile. Per gli imprenditori, la norma cita solo il reddito d'impresa, dunque quello prodotto con una ditta individuale o una società di persone escludendo le società di capitali, per le quali gli utili distribuiti costituiscono reddito di capitale ai sensi del comma 1 lett. e dell'articolo 44 del Tuir. Tuttavia pare del tutto legittima l'ipotesi della srl che opti per il regime di trasparenza fiscale e dunque non sia soggetta a Ires ma tassi per trasparenza i soci, fermo il limite di 5.164.569 euro di ricavi.

Rimane invece meno chiara la possibilità di fruire del regime agevolativo anche per i redditi assimilati a quelli di lavoro autonomo tra cui le partecipazioni agli utili spettanti ai promotori e ai soci fondatori di società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata ai sensi del comma 2 lett. d art.53 Tuir. Facciamo un esempio: imprenditore italiano espatriato in Svizzera dove risiede da almeno due anni (anche senza iscrizione Aire). Se decidesse di rientrare in Italia e acquisire la residenza in un comune della Lombardia dall'anno d'imposta 2020, avviando la sua attività imprenditoriale nello Stato con una srl che opta per il regime di trasparenza

fiscale, la sua base imponibile Irpef sarebbe esente per il 70% del reddito d'impresa prodotto. Per esempio, su un utile a fine anno di 300 mila euro, la sua base imponibile Irpef sarebbe solo 90 mila euro e di conseguenza dovrebbe versare all'incirca 31 mila euro con un carico fiscale pari a circa il 10% (oltre l'Irap). Potrebbe godere della stessa esenzione anche se decidesse di lavorare nella sua azienda, per esempio come amministratore: anche qui i compensi percepiti come dipendente sarebbero esenti del 70% (fermi gli oneri previdenziali). Se invece si trasferisse in una regione del Sud, il reddito d'impresa percepito come socio rimarrebbe imposto nella stessa misura ma il reddito da lavoro dipendente sarebbe esente al 90%. Prendendo invece a esempio un medico che rimpatri in una regione del Sud, in questo caso l'esenzione è al 90%, quindi con un utile di 300 mila euro, dovrà versare poco meno di 7 mila euro, meno del 3% del reddito (al netto dell'Irap). I numeri parlano chiaro, gli incentivi più volte auspicati per fare tornare in Patria il capitale umano di qualità, adesso ci sono e sono veri. Sarebbe però opportuno che fossero noti non solo agli addetti ai lavori. (riproduzione riservata)

*senior partner dello studio Martinez-Novebaci