



Anthilia Capital Partners Sgr

Ottobre 2017

Punti di colore
di Gianni Piazzoli





Situazione macroeconomica



Gli squilibri europei



Finanza Pubblica



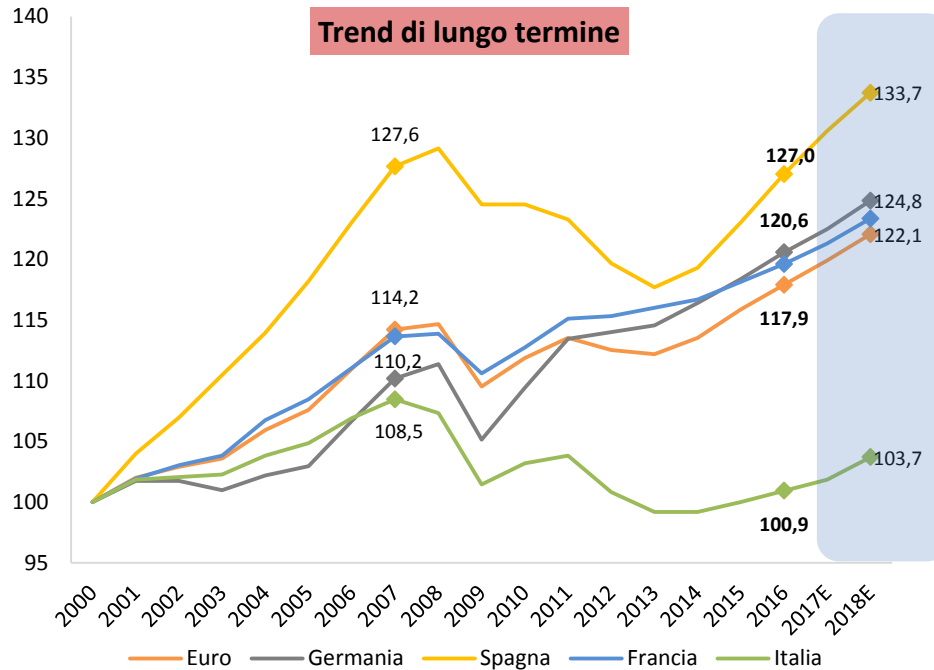
Politica



Appendice



L'evoluzione del PIL europeo dal 2000 e le prospettive 2017-2018



Dal grafico si nota grazie all'inclinazione delle curve che i principali paesi europei hanno ritrovato lo slancio del periodo pre-crisi. La ripresa italiana, più lenta fino allo scorso anno, ha accelerato nei primi trimestri del 2017 come da tabella sotto riportata, sia per i consumi che per gli investimenti. Banca d'Italia ha indicato per il 2017/18 una crescita di +1.3/1.4%.

Il commercio internazionale esprime crescite molto robuste ovunque, anche se a tratti le importazioni crescono a ritmi superiori rispetto all'export. Per l'import italiano va detto che oltre ai mezzi di trasporto (+11% nel semestre), pesano i prodotti chimici, +6%, e i metalli di base, +16%. Cioè prodotti destinati alla trasformazione/produzione.

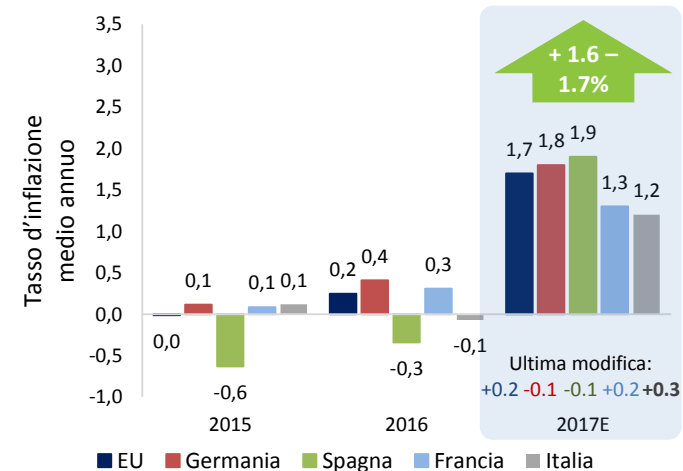
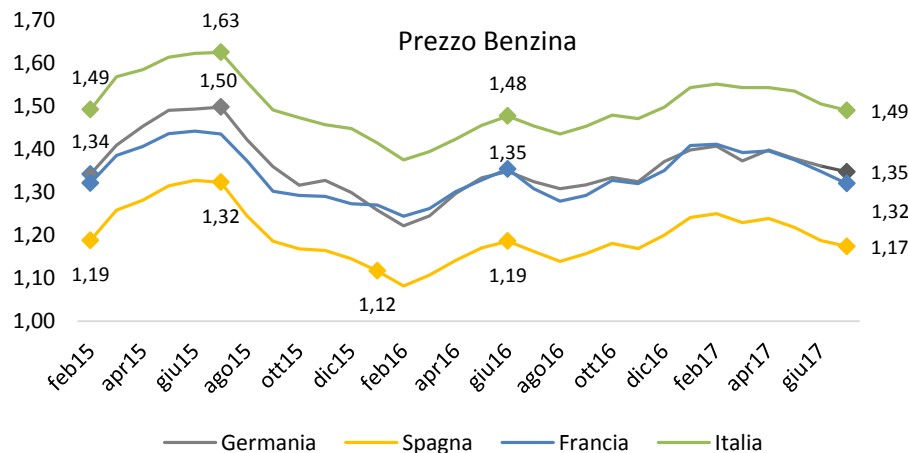
I trend recenti 2017	GERMANIA		FRANCIA		ITALIA		SPAGNA	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
PIL	1,9%	2,1%	1,1%	1,7%	1,2%	1,5%	3,0%	3,1%
Consumi	1,6%	2,2%	1,1%	1,0%	1,4%	1,3%	2,5%	2,4%
Spesa Pubbl.	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	0,7%	0,9%	0,5%	1,3%
Investimenti	2,0%	4,3%	2,2%	2,9%	2,0%	2,6%	3,9%	3,4%
Import	3,5%	5,4%	3,7%	5,1%	7,5%	5,8%	5,7%	2,8%
Export	4,1%	3,5%	0,9%	3,6%	6,4%	4,7%	7,3%	4,5%



Eurozona: l'inflazione 2017 potrebbe aver visto il picco, nel 4Q17 petrolio e \$ frenano

La componente «energia» ha dato la principale spinta alla ripresa dell'inflazione nell'Eurozona nei primi mesi dell'anno (+1,8% a gennaio e +2,0% a febbraio). L'inflazione «core», scesa dopo il picco di aprile (effetto Pasqua), sembra aver imboccato da giugno la via della ripresa, seppur modesta, ma con forti differenze all'interno dell'area.

Inflazione Tendenziale	Eurozona			Germania		Francia		Italia	
	Pesi (%)	ago 17	set 17	ago 17	set 17	ago 17	set 17	ago 17	set 17
Totale*	1000	1,5	1,5	1,8	1,8	1,0	1,1	1,4	1,3
Totale escluso:									
energia, alimentari, alcol e tab.	709	1,2	1,1	1,6	1,6	0,5	0,6	1,3	1,1
Prodotti alimentari, alcol e tab.	196	1,4	1,9	3,0	3,6	0,8	1,1	0,7	1,3
Energia	95	4,0	3,9	2,3	2,7	4,8	5,1	4,5	3,4
Beni industriali (ex. Energetici)	263	0,5	0,5	1,6	1,6	-0,7	-0,4	0,7	0,7
Servizi	446	1,6	1,5	1,6	1,6	1,2	1,1	1,6	1,3

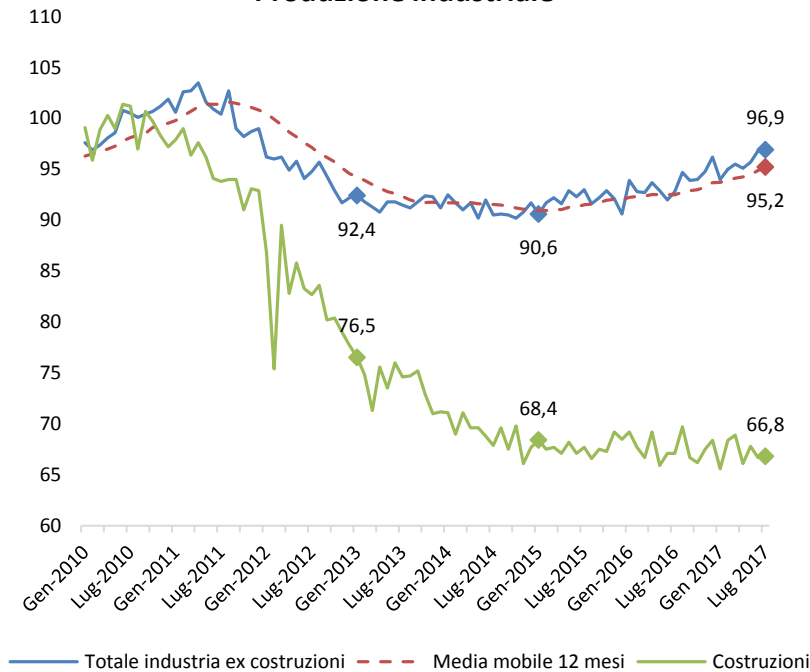




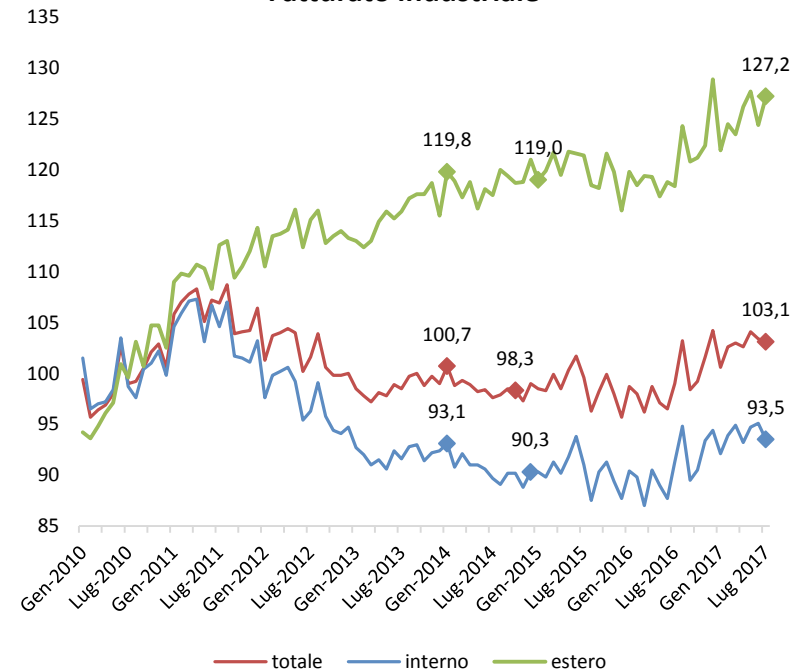
Italia: la produzione e il fatturato industriale

La produzione industriale mostra segnali di ripresa, mentre la componente legata al settore delle costruzioni è stata quella maggiormente impattata e fatica tuttora a ritrovare la crescita. Da anni il fatturato dell'industria italiana si è retto sulla tenuta della domanda estera. Mentre solo da qualche trimestre anche la domanda interna evidenzia una discreta ripresa.

Produzione industriale

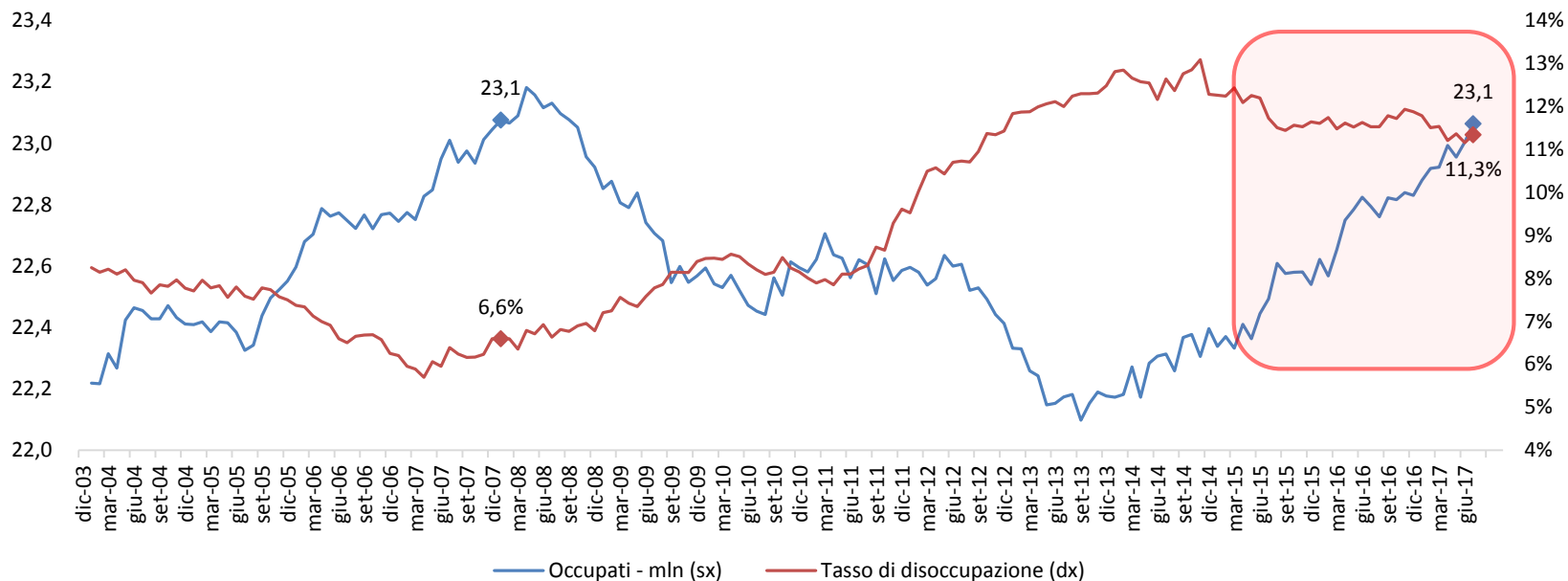


Fatturato industriale





La disoccupazione resta elevata, incoraggiante la crescita di 268K occupati (YoY)



Dati in 000	Tasso di disoccupazione	Forza Lavoro	Occupati	In cerca
Luglio	11,3%	26.013	23.063	2.950
Luglio su Giugno	0,2	120	59	61
Lug 17 su Lug 16	-0,2	249	268	-19
% YOY	-1,6%	1,0%	1,2%	-0,6%

Dati in 000	Dipendenti Permanenti	A termine	Indipendenti
Luglio	17.723	14.988	2.735
MOM	42,0	23	19
YOY	351,1	75	276
YOY %	2,0%	0,5%	11,2%



La fiducia a livello internazionale: cresce in Italia e presso i principali partner

Manifatturiero PMI	Mar 17	Apr 17	Mag 17	Giu 17	Lug 17	Ago 17	Servizi PMI	Mar 17	Apr 17	Mag 17	Giu 17	Lug 17	Ago 17
Zona Euro	56,2	56,7	57,0	57,4	56,6	57,4	Zona Euro	56,0	56,2	56,3	55,4	55,4	54,7
Germania	58,3	58,2	59,5	59,6	58,1	59,3	Germania	55,6	54,7	55,4	54,0	53,1	53,5
Francia	53,3	55,1	53,8	54,8	54,9	55,8	Francia	57,5	57,7	57,2	56,9	56,0	54,9
Spagna	53,9	54,5	55,4	54,7	54,0	52,4	Spagna	56,8	57,3	57,3	58,3	57,6	56,0
Italia	55,7	56,2	55,1	55,2	55,1	56,3	Italia	52,9	56,2	55,1	53,6	56,3	55,1
Irlanda	53,6	55,0	55,9	56,0	54,6	56,1	Irlanda	59,1	61,1	59,4	57,6	58,3	58,4
UK	54,2	57,3	56,7	54,3	55,1	56,9	UK	55,0	55,8	53,8	53,4	53,8	53,2
USA (ISM)	57,2	54,8	54,9	57,8	56,3	58,8	USA (ISM)	55,2	57,5	56,9	57,4	53,9	55,3
Giappone	52,4	52,7	53,1	52,4	52,1	52,2	Giappone	52,9	52,2	53,0	53,3	52,0	51,6
Cina	51,8	51,2	51,2	50,4	51,1	51,6	Cina	52,1	51,2	52,8	51,6	51,5	52,7
Brasile	49,6	50,1	52,0	50,5	50,0	50,9	Brasile	47,7	50,3	49,2	47,4	48,8	49,0
Russia	52,4	50,8	52,4	50,3	52,7	51,6	Russia	56,6	56,1	56,3	55,5	52,6	54,2
India	52,5	52,5	51,6	50,9	47,9	51,2	India	51,5	50,2	52,2	53,1	45,9	47,5

* 50 è il valore spartiacque tra crescita e rallentamento

L'indice PMI-manifatturiero è in forte crescita in tutta Europa così come il settore dei servizi dove si raggiungono livelli massimi dal 2011. Anche sul fronte dei principali mercati emergenti si nota un miglioramento del quadro a conferma del momentum positivo dell'economia globale.

Oltre all'ottimismo diffuso, le buone notizie sembrano arrivare anche sul fronte dei prezzi. Per la prima volta da anni, le pressioni arrivano non solo dal costo del carburante e dalle materie prime, ma anche da crescenti, seppur ancora modeste, pressioni salariali alla luce di aumenti occupazionali più sostenuti.



Un anno di dati PMI, sondaggi in netto miglioramento da ottobre 2016

Manifatturiero PMI	Lug 16	Ago 16	Set 16	Ott 16	Nov 16	Dic 16	Gen 17	Feb 17	Mar 17	Apr 17	Mag 17	Giu 17	Lug 17	Ago 17
Zona Euro	52,0	51,7	52,6	53,3	53,7	54,9	55,2	55,4	56,2	56,7	57,0	57,4	56,6	57,4
Germania	53,8	53,6	54,3	55,0	54,3	55,6	56,4	56,8	58,3	58,2	59,5	59,6	58,1	59,3
Italia	51,2	49,8	51,0	50,9	52,2	53,2	53,0	55,0	55,7	56,2	55,1	55,2	55,1	56,3
USA (ISM)	52,6	49,4	51,5	51,9	53,2	54,7	56,0	57,7	57,2	54,8	54,9	57,8	56,3	58,8
Cina	50,6	50,0	50,1	51,2	50,9	51,9	51,0	51,7	51,2	50,3	49,6	50,4	51,1	51,6
Servizi PMI	Lug 16	Ago 16	Set 16	Ott 16	Nov 16	Dic 16	Gen 17	Feb 17	Mar 17	Apr 17	Mag 17	Giu 17	Lug 17	Ago 17
Zona Euro	52,9	52,8	52,2	52,8	53,8	53,7	53,7	55,5	56,0	56,4	56,3	55,4	55,4	54,7
Germania	54,4	51,7	50,9	54,2	55,1	54,3	53,4	54,4	55,6	55,4	55,4	54,0	53,1	53,5
Italia	52,0	52,3	50,7	51,0	53,3	52,3	52,4	54,1	52,9	56,2	55,1	53,6	56,3	55,1
USA (ISM)	55,5	51,4	57,1	54,8	57,2	57,2	56,5	57,6	55,2	57,5	56,9	57,4	53,9	55,3
Cina	51,7	52,1	52,0	52,4	53,1	53,4	53,1	52,6	52,2	51,5	52,8	51,6	51,5	52,7

Negli ultimi 12 mesi la situazione risulta decisamente migliorata per tutti i paesi, con uno sprint diffuso iniziato a dicembre 2016. Da notare come i servizi USA siano stati tonici per tutto l'ultimo anno e come abbiano accelerato fin da settembre 2016, in anticipo su tutti.

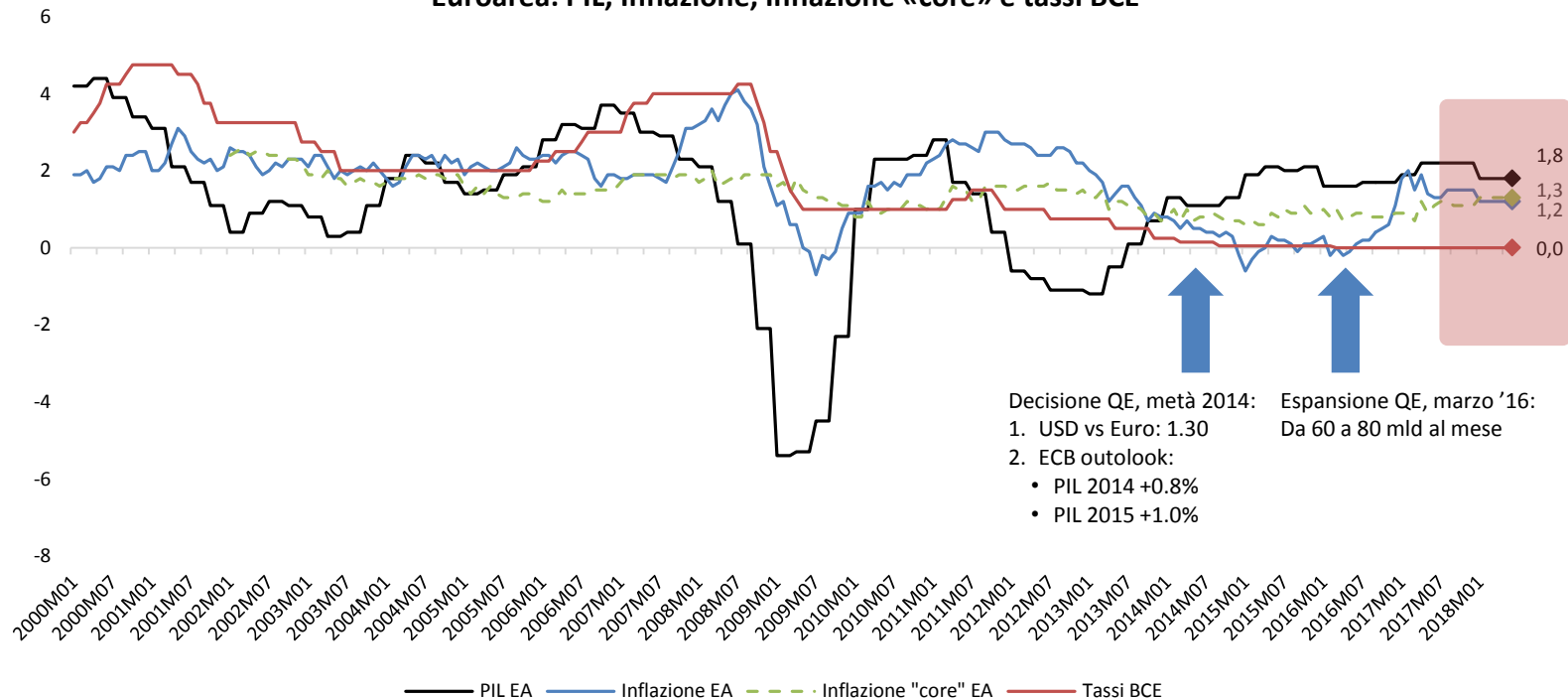
Anche il manifatturiero cinese si è ormai stabilizzato oltre «il livello critico» di 50.0 dopo l'incertezza del 2016, così come tutte le economie europee, Italia compresa.



La politica monetaria diventerà meno espansiva, l'inflazione frenata dalla forza dell'€

Una componente inflattiva in rialzo, seppur lento (in particolare la componente «core»), e un PIL ormai in ripresa, iniziano a sollevare qualche perplessità sulla legittimazione del tasso BCE ancora a 0%. Infatti con un' economia ormai in netta ripresa (nel box in rosso le proiezioni BCE) l'annuncio della riduzione del QE (da 60 €mld a 40 €mld ?) è una decisione ormai in arrivo con la prossima riunione della BCE il 26 ottobre. Il rialzo del tasso BCE, invece, non avverrà prima del 2019.

Euroarea: PIL, Inflazione, Inflazione «core» e tassi BCE





-  Situazione macroeconomica
-  **Gli squilibri europei**
-  Finanza Pubblica
-  Politica
-  Appendice



L'evoluzione del PIL europeo, la maggiore ripresa del decennio secondo la BCE

Le nuove proiezioni della BCE prevedono per il 2018 maggiori investimenti dell'areaeuro tali da raggiungere, per dimensione, livelli mai visti in questo decennio. Per essere più precisi, la colonna 7, costruita come la colonna 8 sulle ipotesi BCE, indica un PIL dell'areaeuro a +2.2% ovvero +221 €mld di maggior PIL 2017 (in questo decennio visti solo nel 2015). Questi si scompongono in +94 €mld di maggiori consumi (i livelli del 2015 e 2016) e in +82 €mld di maggiori investimenti (mai visti in questo decennio).

Guardando la tabella si nota come dal periodo 2012-2013 la componente Export Netto (cioè variazione export meno variazione import) non è più stata la determinante della crescita. Ciò che vale per l'areaeuro spesso vale anche per la Germania che pesa per il 30% del PIL complessivo dell'EuroArea.

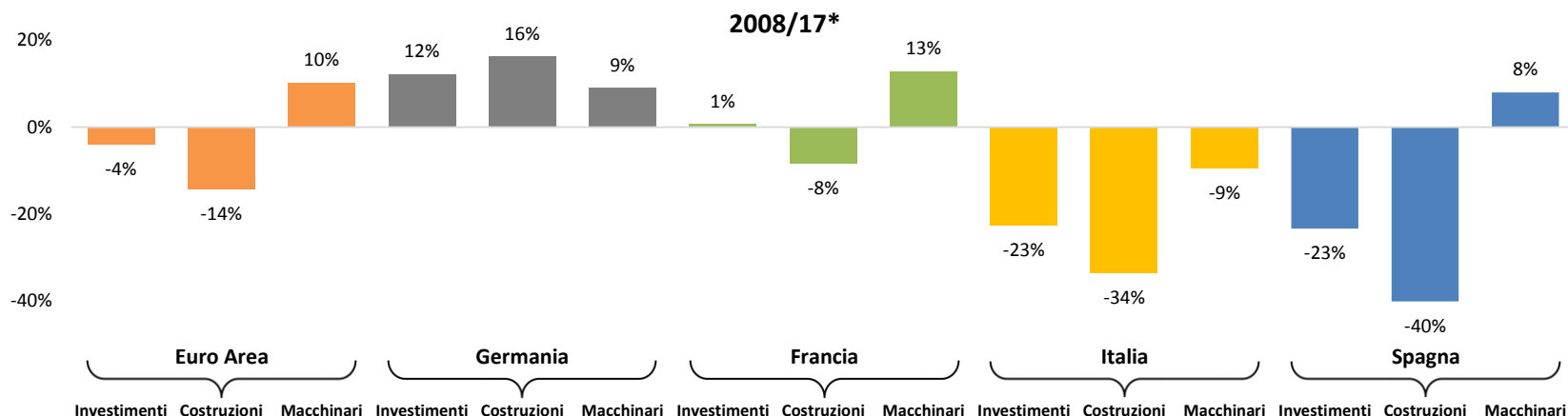
	1	2	3	4	5	6	7	8
Dettagli PIL EuroArea	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
PIL in mld €	9.640	9.555	9.533	9.666	9.886	10.052	10.273	10.458
Var PIL in mld	164	-85	-23	133	220	166	221	185
PIL %	1,7%	-0,9%	-0,2%	1,4%	2,3%	1,7%	2,2%	1,8%
Spesa Pubbl	2	-7	5	16	34	44	25	26
Consumi	4	-64	-29	56	116	103	94	101
Investimenti	34	-66	-48	31	63	52	81	82
Exp netto	86	136	37	-2	26	-37	-4	-27
<i>Export</i>	256	110	88	196	299	112	223	184
<i>Import</i>	170	-26	51	197	273	149	227	211

* Ipotesi BCE



In Italia sono mancati post 2008 investimenti in costruzioni e macchinari

Il Pil reale italiano è fermo al 2000 contro il +16% medio dell'Areaeuro e circa 100 €mld ca. sotto i livelli del 2008, In quasi 10 anni il tracollo degli investimenti in costruzioni spiegano due terzi del minor PIL. Gli investimenti in macchinari hanno recuperato i livelli del 2000, ma segnano ancora -9% sul 2008, l'Areaeuro registra un +10%. Il piano Industria 4.0 aiuta i macchinari, ma non le costruzioni.



		ASSOLUTI			VAR %		
		2000	2008	2017*	2000/17*	2008/17*	2016/17*
Euro area	Costruzioni	1038,2	1187,3	1018,4	-1,9%	-14,2%	3,2%
	Macchinari	787,6	984,7	1085,4	37,8%	10,2%	1,1%
Germania	Costruzioni	281,6	237,9	276,6	-1,8%	16,3%	4,8%
	Macchinari	228,4	291,3	317,6	39,0%	9,0%	3,0%
Francia	Costruzioni	224,5	271,6	248,6	10,7%	-8,5%	2,8%
	Macchinari	167,1	203,6	229,7	37,4%	12,8%	3,0%
Italia	Costruzioni	167,7	194,7	129,1	-23,0%	-33,7%	0,7%
	Macchinari	149,0	162,6	147,3	-1,1%	-9,4%	2,7%
Spagna	Costruzioni	143,8	204,9	122,6	-14,8%	-40,2%	3,6%
	Macchinari	76,7	110,0	118,7	54,9%	8,0%	4,5%

Fonte: Eurostat

* Stime Anthilia su dati Eurostat al 2Q 2017



Squilibri europei: le differenze per paese, uno spaccato di 16 anni di Euro (pt. 1)

Di seguito l'analisi su 73 regioni dei principali 4 paesi dell'Euroarea. Le crescite dal 2000 sono in tabella. Da considerare che l'inflazione in 16 anni è stata: 30% in Francia, 28% in Germania, 36% in Italia e 44% in Spagna.

- Crescita del PIL nominale in 16 anni cumulato del 45%**, gli estremi sono dati da Italia +33% e Spagna +66%.
- PIL pro-capite in aumento del 34%**, con Spagna +42% e Italia+24%. Il PIL pro-capite reale salito soli in Germania.
- Crescita della popolazione media del 7%**, gli estremi sono dati da Spagna +14% e Germania +1%
- Crescita della forza lavoro media di 14 milioni ovvero +14%**, con la Germania +3.8 mio +10%, Francia +2.9 mio, Spagna +2.5 mio +27% e l'Italia +2.3mio +10%.
- La maggior forza lavoro è stata per lo più impiegata**, i nuovi disoccupati sono stati solo +1.5mio di cui +2.0 mio in Spagna e +0.5 mio in Italia. La Germania ha visto una riduzione dei disoccupati di 1.1 mio.
- Basso livello di popolazione italiana lavorativamente attiva** (colonna 4 = occupati + persone in cerca in % della popolazione). La bassa % di universitari nel mondo del lavoro (col 9 e 10) condiziona la crescita del valore aggiunto?

Paese	PIL nominale crescita	PIL pro capite crescita	Popolazione crescita	Popolazione attiva %	Forza lavoro crescita	Forza lavoro crescita %	Disoccupati crescita '00 -'16	Disoccupazione crescita	Universitari 2000	Universitari 2016
Media 4 paesi	45%	34%	7%	48%	13.955	14%	1.535	15%	18%	28%
Francia	47%	31%	9%	45%	2.918	12%	167	7%	19%	32%
Germania	43%	41%	1%	53%	3.853	10%	-1.104	-40%	25%	28%
Italia	33%	24%	7%	42%	2.270	10%	461	18%	9%	18%
Spagna	66%	42%	14%	49%	2.469	27%	2.011	81%	22%	34%



Squilibri europei: Italia, la bassa partecipazione femminile al mondo del lavoro (pt. 2)

20-64 anni dati in milioni	% attivi	% occupati	Uomini attivi	Donne attive
Euro area	77	69	83	71
Belgio	73	67	78	68
Germania	82	78	87	77
Spagna	79	62	85	73
Francia	77	70	82	73
Italia	69	61	80	58
Olanda	82	76	87	76
Portogallo	79	69	83	76
UK	81	77	87	75
Svizzera	87	83	91	82
Ita vs Euro	-9	-9	-4	-13
Ita vs Ger	-13	-18	-7	-19

Se la Spagna emerge come la vincente a livello di crescita, l'Italia nei punti di slide 13 spesso è perdente.

Negli altri paesi del Sud Europa, Portogallo incluso, gli standard sono simili alla Germania. La peculiarità italiana è la bassa partecipazione femminile al lavoro. E' un feel-good factor o una questione di organizzazione?



-  Situazione macroeconomica
-  Gli squilibri europei
-  **Finanza Pubblica**
-  Politica
-  Appendice



Nota di aggiornamento al DEF 2017. Nel 2018 più Deficit ma Debito/PIL in calo

1. Tendenziale

data in €mld	2017	17/16 (€ bn)	Δ 2017 precedente	2018	18/17 (€ bn)	Δ 2018 precedente
Totale Spese	843,5	13,5	4,4	849,1	5,6	3,0
<i>di cui:</i>						
- Redditi da lavoro dip	166,7	2,8	0,0	166,4	-0,3	0,5
- Prestazioni sociali	343,9	6,4	-1,0	352,7	8,9	-1,0
- Interessi passivi	65,9	-0,6	-0,1	63,6	-2,3	1,0
Totale Entrate	807,1	19,0	7,5	831,8	24,6	5,3
Deficit	-36,4			-17,3		
<i>Deficit PIL</i>	<i>-2,1%</i>			<i>-1,0%</i>		
PIL Nominale	1716,5			1768,7		
<i>PIL Nominale %</i>	<i>1,5%</i>			<i>1,5%</i>		
Debito Nominale	2258,9			2297,5		
<i>Debito /PIL</i>	<i>131,6%</i>			<i>129,9%</i>		

2. Nuovo Obiettivo

Deficit	-36,4			-28,3		
<i>Deficit PIL</i>	<i>-2,1%</i>			<i>-1,6%</i>		
PIL Nominale	1716,5			1768,7		
<i>PIL Nominale %</i>	<i>2,1%</i>			<i>3,1%</i>		
Debito Nominale	2258,9			2302,0		
<i>Debito /PIL</i>	<i>131,6%</i>			<i>130,0%</i>		

3. Assunzioni Governo

Crescita del PIL Reale	1,5%	0,4	1,5%	0,3
- Consumi	1,4%	0,4	1,4%	0,9
- Investimenti	3,1%	-0,6	3,3%	0,2

Fonte: Anthilia su dati MEF

1. Il tasso di crescita del PIL a +1.5% per il 2018/2019 può sembrare ottimistico ma, di fatto, nemmeno troppo.
2. Manovra fiscale 2018 leggermente più restrittiva delle attese (deficit -1,6% anziché -1,8%), considerando il calo del rapporto Debito/PIL dovuto all'aumento di quest'ultimo (il debito include 10€ mld per le banche)
3. I mercati dovranno focalizzarsi sulla manovra 2018. Il maggiore gettito fiscale 2017 lascia ben sperare.
4. In Parlamento è richiesta la maggioranza assoluta per approvare l'aumento del Deficit 2018. Con le elezioni alle porte la questione diventa prettamente politica.

La Nota di Aggiornamento al DEF implica un Deficit 2018 di 28mld (v. tab.2), senza interventi il deficit sarebbe di 17 €mld (-1.0% in rapporto al PIL). La novità risiede infatti nel maggior gettito fiscale atteso (ca. +6-7mld) nel 2017 e 2018 come si vede dalle colonne 3 e 6.

In conclusione la revisione del PIL (tab. 3), la maggiore flessibilità UE e le maggiori entrate permettono di evitare il pericolo di un aumento dell'IVA di 300 bps.



Per raggiungere il rapporto deficit/PIL 2018 di -1.6% serve un ultimo sforzo

Legge di bilancio 2018

15,2 mld	clausole di salvaguardia da disinnescare per il 2018
1,5-2 mld	sgravi contributivi per facilitare le assunzioni dei giovani
1,2 mld	oltre a quanto già stanziato, per il rinnovo di contratti pubblici
2 mld	spese indefferibili (missioni militari, trasferimenti alle ferrovie ecc.)
1-1,5 mld	incentivi industria 4.0 (super e iper amm, credito d'imposta sugli investimenti)
500 mln	Reddito d'inclusione per i poveri
500 mln	per le Province
22-25 mld	Totale manovra
1 mld	tagli alla spesa
2 mld	dalla fatturazione elettronica tra privati e altre misure anti evasione
3 mld	maggior gettito se il PIL crescerà dell'1,5% rispetto all' 1% indicato fino ad ora
11 mld	maggiore indebitamento
17 mld	Totale coperture
5-6 mld	Mancate coperture

La tabella sintetizza le principali ipotesi circolate in queste settimane. La manovra di bilancio, di cui il Ministro Padoan darà qualche anticipazione il 3 ottobre, è prevalentemente mirata ad evitare l'aumento dell'IVA. Sul 2018 vi sono infatti clausole di salvaguardia per 15,2 mld, ridotte dopo la manovra di primavera. A titolo di memoria tali clausole a inizio 2017 erano ancora indicate in 19.6 €mld suddivise nel seguente modo:

- Aumento **IVA** dal 10 al 13% per 7 mld
- Aumento **IVA** dal 22 al 25% per 12,3 mld
- Aumento **accise** carburanti per 0,4 mld

Sono necessari ulteriori interventi e aggiustamenti considerando che, allo stato attuale, mancherebbero all'appello ancora 5/6 mld di coperture. Una cifra significativa ma non eccessiva.



Le entrate fiscali tengono, l'IVA è stata la principale sorpresa '16:+4,3% (YoY)

€ mld	2014	2015	2016	Gen-Lug '16	Gen-Lug '17	Δ	Δ%	Lug 16	Lug 17
Totale entrate	419,5	436,1	451,5	243,9	247,7	3,9	1,6%	40,4	42,6
Totale dirette	225,0	239,7	246,0	135,7	136,1	0,4	0,3%	24,0	25,5
IRPEF	163,7	176,2	180,7	102,3	105,0	2,6	2,6%	15,9	16,2
IRES	32,3	33,6	35,4	15,3	14,2	-1,1	-6,9%	4,6	4,1
Sostitutiva	10,1	11,1	9,0	5,9	5,5	-0,4	-6,2%	0,9	0,7
IMU quota statale	3,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Altre dirette	19,0	18,9	12,9	7,1	6,4	-0,7	-9,2%	1,7	1,6
Totale indirette	194,5	196,6	205,5	108,1	111,6	3,5	3,2%	16,4	17,1
IVA	114,5	119,3	124,5	63,2	66,0	2,8	4,4%	9,5	9,8
<i>di cui:</i>									
<i>Scambi interni</i>	101,1	106,9	112,9	56,6	58,2	1,6	2,8%	8,5	8,7
<i>Importazioni</i>	13,4	12,4	11,6	6,6	7,8	1,2	18,0%	1,0	1,1
Oli minerali	25,6	25,4	25,4	13,5	13,7	0,2	1,8%	2,2	2,3
Tabacchi	10,3	10,8	10,7	6,2	6,1	-0,1	-2,3%	1,0	1,0
Lotto e lotterie	11,3	11,8	14,6	7,9	8,0	0,1	1,5%	1,1	1,1
Altre indirette	32,8	29,3	30,3	1,7	1,8	0,1	6,3%	0,3	0,4

L'incremento delle entrate italiane nel 2016 è stato principalmente trainato dalle imposte indirette, +4,5%, +8,9 mld, mentre il gettito di quelle dirette ha segnato un incremento del 4,6%, ovvero +6,3 mld.

Il gettito IVA 2016 è cresciuto di 5,2 mld, +4,3% rispetto al 2015, grazie anche all'introduzione di un nuovo meccanismo, Split-Payment, che permette alla Pubblica Amministrazione di pagare l'IVA direttamente all'erario anziché al fornitore, prevenendo in questo modo possibili evasioni fiscali. Nel 2017 il gettito IVA continua ad aumentare segnando un +4,4% rispetto al periodo gennaio/luglio 2016, +2,8 mld circa.

€ mld	2014	2015	2016	Gen-Lug '16	Gen-Lug '17	Δ	Δ%	Lug 16	Lug 17
Totale entrate (enti territoriali)	66,7	66,3	56,3	62,0	62,9	0,9	1,5%	27,8	28,6
Add. Regionale	11,0	11,3	11,9	14,8	14,7	-0,2	-1,1%	6,3	6,3
Add. Comunale	4,2	4,3	4,5	5,3	5,2	-0,1	-2,3%	2,3	2,2
IRAP	30,5	29,4	22,8	24,0	25,1	1,2	4,8%	10,5	11,3
IMU - IMIS	16,5	16,5	15,9	16,6	16,8	0,2	1,1%	8,2	8,3
TASI	4,6	4,8	1,2	1,3	1,2	-0,1	-9,2%	0,6	0,6

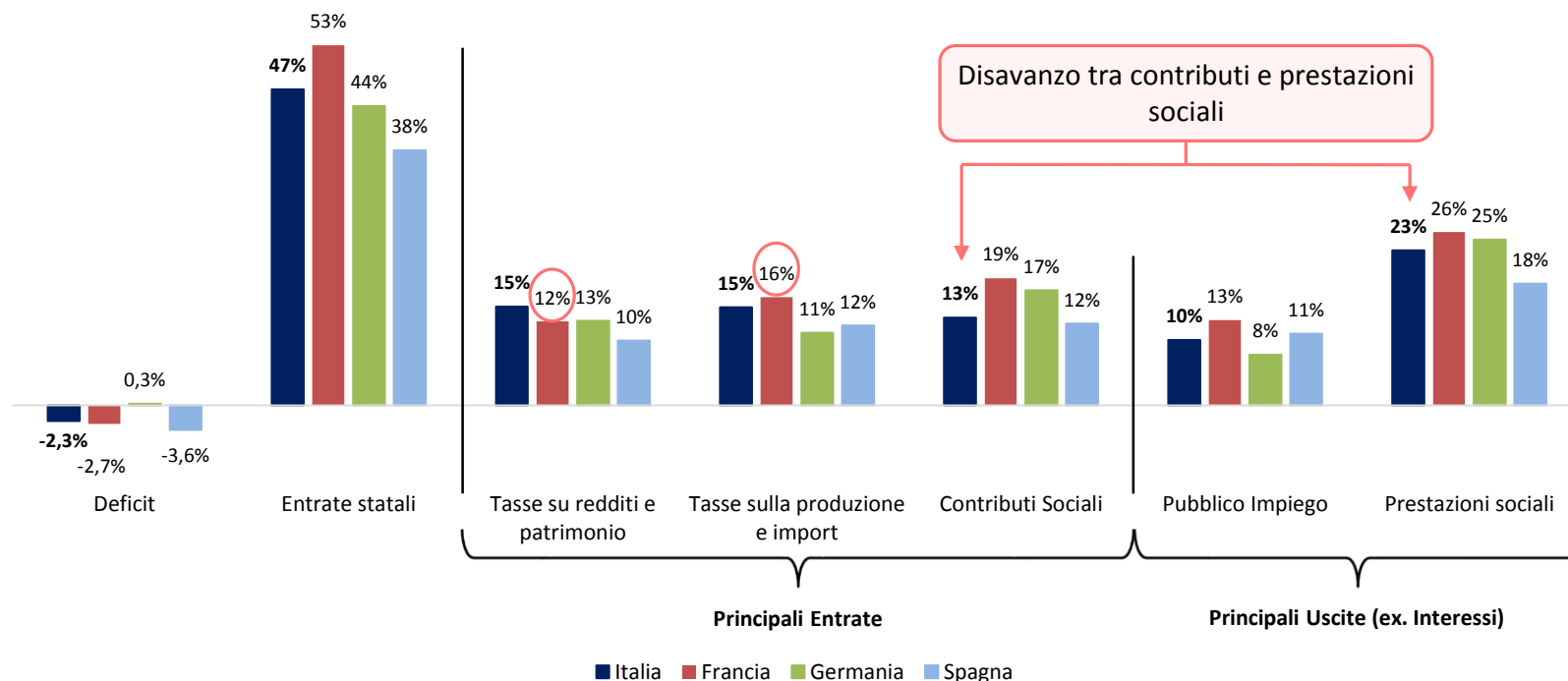


Squilibri italiani: pressione fiscale elevata e prestazioni sociali in forte deficit

L'Italia soffre come noto di un'elevata pressione fiscale. Secondo il riepilogo della commissione UE l'Italia ha:

1. La maggiore incidenza fiscale su redditi/patrimoni e, con la Francia, la maggiore incidenza in termini di imposte indirette
2. Il maggiore disavanzo tra contributi sociali e prestazioni sociali

Bilanci Pubblici 2017, in % del PIL



Fonte: Dati Commissione UE



-  Situazione macroeconomica
-  Gli squilibri europei
-  Finanza Pubblica
-  **Politica**
-  Appendice

Il nuovo piano fiscale di Trump al vaglio del Congresso

Tab. 1. Committee for Responsible Budget on ax Plan	Impact 2027	April plan
1. Change rate structure to 12%, 25%, 35% and repeal AMT	\$1.7 tn	\$1.9 tn
2. Almost Double the standard deduction to 12,000\$/24,000\$	\$0.7 tn	\$1.5 tn
3. Repeal estate tax	\$0.2 tn	\$0.2 tn
4. Reduce corporate tax rate to 20%	\$1.9 tn	\$2.2 tn
5.a. Cap Top rate of 25% on (active) business income	\$0.5 tn	
5.b. Reduce pass-through business tax rate to 15%		\$1.5 tn
6.a. Enact full expensing for "at least five years"	\$0.4 tn	
6.b. Repeal the net investment income surtax		\$0.2 tn
7. Move to territorial system with one-time tax on overseas profits	\$0**	\$0**
8. Others	\$0.4 tn	
Rough Cost of Specific Policies	\$5.8 tn	\$7,5 tn
1. Repeal most deductions	-\$ 3.2 tn	
3. Others	-\$ 0.4 tn	
Tax Increases	-\$ 3.6 tn	
NET Cost	\$ 2.2 tn	

Tab. 2. Bilancio Federale mld	2016
Revenue	3.267
Individual income taxes	1.546
Payroll Taxes	1.115
Corporate Income Tax	300
Other revenue	306
Spending	3.854
Defense	595
Social Security	916
Medicare (net)	595
Other primary spending	1.507
Interest on debt	241
<i>interest as % of GDP</i>	<i>1,3%</i>
Deficit	-587
GDP	18.442
<i>Deficit/GDP</i>	<i>-3,2%</i>

I **TAGLI per 5.8 \$tn** contro i 7.5 \$tn del piano di aprile, le principali voci sono:

- Taglio e semplificazione delle aliquote sugli individui a **12%, 25% e 35%** anziché 7 aliquote tra il 15% e il 39.6%. **Costo di 1.7 \$tn**
- Il taglio dell'aliquota sulle società al 20%, ridotto rispetto al 15% precedentemente indicato ad Aprile. **Costo di 1.9 \$tn**
- Piena deducibilità dei Capex nei primi 5 anni. **Costo di 0.4 \$tn**

La tabella 1. evidenzia un totale di minori entrate per 2.2 \$tn in 10 anni. Il piano al vaglio del Congresso, senza ipotizzare una maggior crescita del PIL, porterebbe il rapporto Debito/PIL prossimo al 100% con l'aggiunta di 100bps di maggior deficit all'anno .



Germania: la Merkel al quarto mandato, ma con probabile cambio di coalizione

Elezioni tedesce	Seggi	%	Coalizione Possibile
CDU - Merkel	246	35%	55% - Coalizione Giamaica
FDP - Liberali	80	11%	
Verdi - Grünen	67	9%	
SPD - Schulz	153	22%	45% - Opposizione
Linke - Sinistra	69	10%	
AFD - Ultradestra	94	13%	
Totale	709	100%	100%

Le due novità:

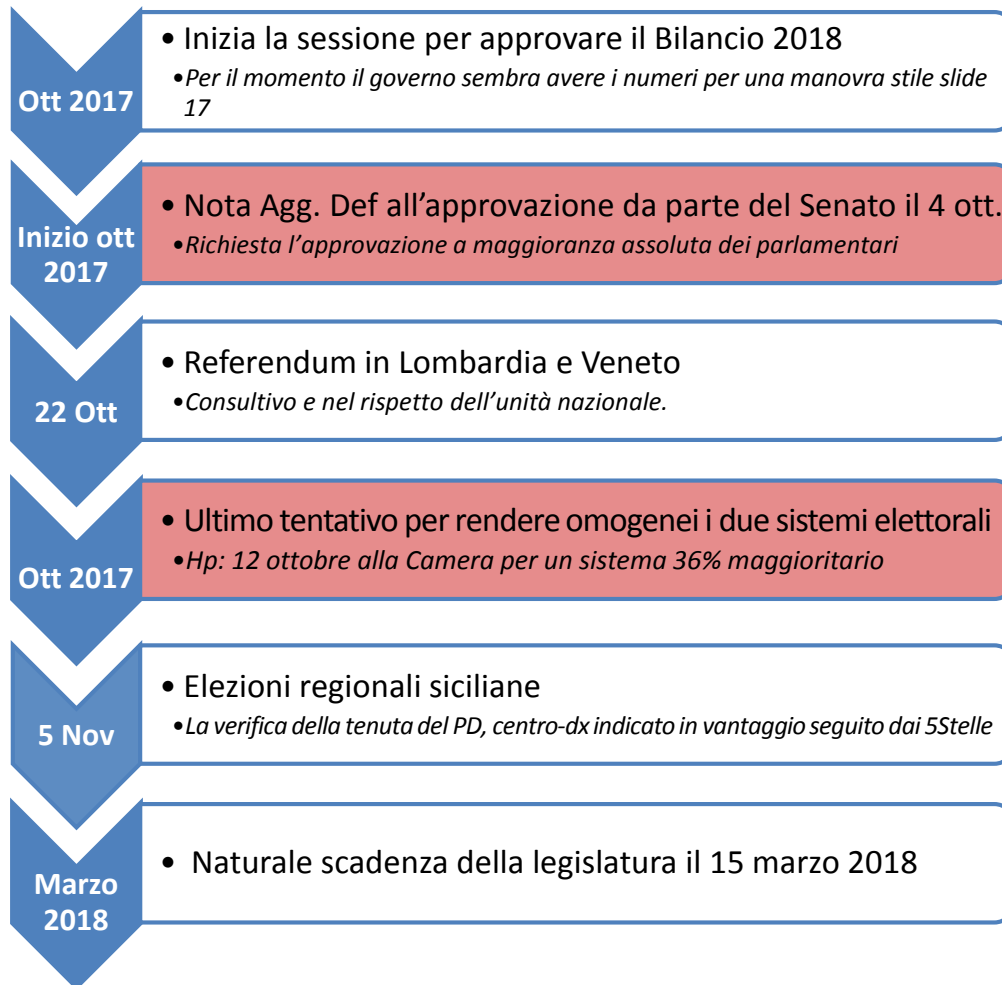
1. La perdita di consenso della CDU e della SPD portano alla fine della Grande Coalizione annunciata dalla SPD. L'unico governo alternativo è quello basato sulla coalizione Giamaica, cioè "la CDU i neri, i liberali della FDP i gialli e i Verdi".
2. La CDU ha perso il maggior numero di consensi a favore dell'AFD, con l'uscita di ca. 1 mio di voti. L'AFD, terzo partito al Bundestag, ha preso fino al 21% dei consensi negli ex-paesi della Germania dell'EST.

I prossimi passi:

1. I colloqui ufficiali per la formazione della coalizione non sono ancora iniziati, dovrebbero aver luogo dal 16 ottobre in poi.
2. Le indiscrezioni di stampa attribuiscono ai liberali il Ministero delle Finanze e quello di Giustizia. Mentre ai Verdi verrebbe lasciato il Ministero degli Esteri e quello dell'Ambiente.
3. Un programma di governo entro Natale: il programma elettorale dei liberali prevede di rafforzare nei trattati la clausola di non condivisione dei debiti e di consentire alle banche l'acquisto di Titoli di Stato solo a fronte di capitale proprio.



Il Senato italiano è sopravvissuto e il sistema elettorale va adeguato



Eventi chiave

L'obiettivo del Presidente Maroni è trattenere 27 €mld di trasferimenti (su 54) e destinarne 15 ad un fondo di solidarietà tra regioni. Il PD lascia libertà di coscienza agli elettori. Secondo gli art. 116 e 117 della Costituzione può mirare a maggiore autonomia per istruzione e ambiente



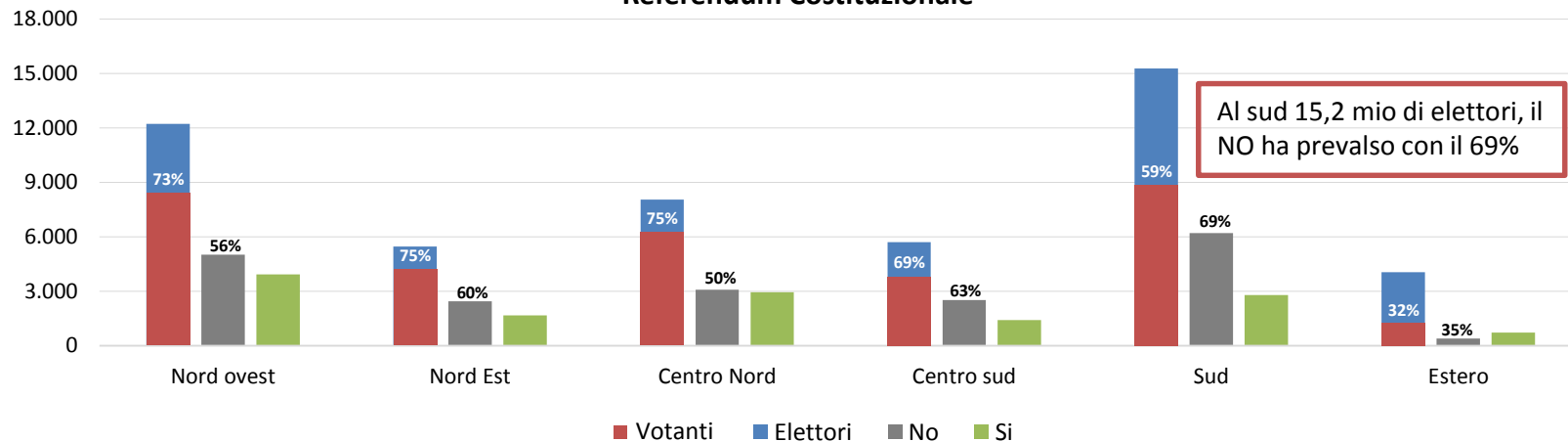
La sentenza della Consulta ha trasformato il sistema elettorale in un **proporzionale** con soglia di **sbarramento al 3%** e possibile **premio di maggioranza**. Al Senato è rimasto in vigore il proporzionale con soglia di sbarramento all'8% per i partiti che non si coalizzano.



Diversa partecipazione al voto tra Nord e Sud. Le proposte economiche dei partiti.

Elettori/votanti in (000)

Referendum Costituzionale



Orientamento	Sinistra	Centro Sinistra	Centro Destra	Critici vs UE	Critici vs UE
Partiti e leaders	MDP - Bersani	PD-Renzi	Forza Italia - Berlusconi	Lega Nord - Salvini	5 Stelle - Grillo
Programma Economico	Economia spinta dagli investimenti, contro gli incentivi fiscali, imposta sugli immobili dei redditi elevati	Tagli fatti: 10 €mld di bonus fiscale, 6 €mld di minore Irap, 3 €mld di taglio Ires, 4 €mld di IMU sulla 1a casa	Aumento della no-tax area a redditi fino a 12K €, favorisce altri 5mio di contribuenti	-	Salario minimo a tutti, settimana lavorativa <40 ore, riforma del sindacato e supporto all'energia rinnovabile
Imposte	Imposta sui redditi progressiva	Taglio ulteriore del cuneo fiscale e dell'Irpef e se possibile sospendere il Fiscal Compact	Flat tax tra il 20-23% per individui e società	Flat tax al 15%, l'ipotesi che ciò riduca l'evasione fiscale del 40%, stop a 7 €mld di contributi vs UE	-



La maggioranza incerta se si vota con il proporzionale, con il semi-maggioritario forse

Attuale Camera	1	2	3	
	Seggi	Proporzionale Soglia al 3%	Rosatellum bis Condizione minima per arrivare ad una maggioranza	
SEL- Sinistra	17	1		
MDP - Bersani	40	0		
PD-Renzi	282	198	3	216
NCD- Alfano	27	0		
Altri partiti al governo	57	284	12	323
Forza Italia - Berlusconi	50	86	95	
Fratelli d'Italia	11	35	35	
Lega Nord - Salvini	19	102	111	307
5 Stelle - Grillo	88	196	161	
Altri partiti all'opposizione	31	12		
Totale	630	630	630	

Secondo i recenti sondaggi, la frammentazione dell'elettorato potrebbe portare ad un **esito elettorale senza chiaro vincitore** e tale da rendere la situazione politica di difficile soluzione anche nel caso di grandi coalizioni. Con il proporzionale l'ipotesi di una coalizione tra PD, FI e NCD «garantirebbe» infatti alla camera solo 284 seggi (vedi colonna 3). L'ultimo tentativo è il Rosatellum-bis. Di seguito una ns. riflessione basata solo su 3 raggruppamenti: PD, Centro-Dx e 5Stelle.

Il Rosatellum è un sistema misto: il 36% dei seggi viene attribuito con il maggioritario e il 64% con il proporzionale:

1. La soglia di sbarramento è al 3% per i partiti e al 10% per le coalizioni.
2. Tre grandi partiti sono a favore della nuova legge. Contrari i 5 Stelle, il proporzionale puro li metterebbe come primo partito alla Camera e dagli attuali 88 seggi passerebbero a 196 (cfr colonna 1 con 2).
3. Il maggioritario potrebbe favorire la Lega al Nord e FI/PD al Sud a detrimento dei 5Stelle. A quale condizione si potrà formare un governo? **Un governo PD-FI (323/630 seggi) è possibile solo se i 5 Stelle sotto-performassero nettamente (colonna 3), cioè 161 seggi contro 196 del proporzionale, la probabilità che ciò avvenga dipenderà anche dal voto congiunto (candidato-lista) o meno nel Rosatellum.** Resta il paradosso che in fase elettorale il centro-dx si deve coalizzare, mentre la governabilità futura, stando agli attuali sondaggi, deriverebbe solo da una coalizione PD-FI.

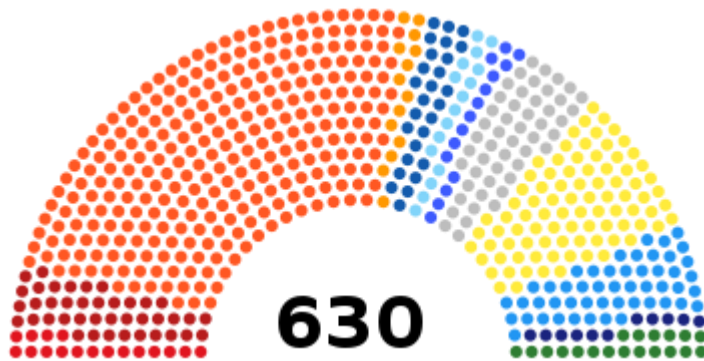


-  Situazione macroeconomica
-  Gli squilibri europei
-  Finanza Pubblica
-  Politica
-  **Appendice**



Attuale composizione del Parlamento della Repubblica Italiana

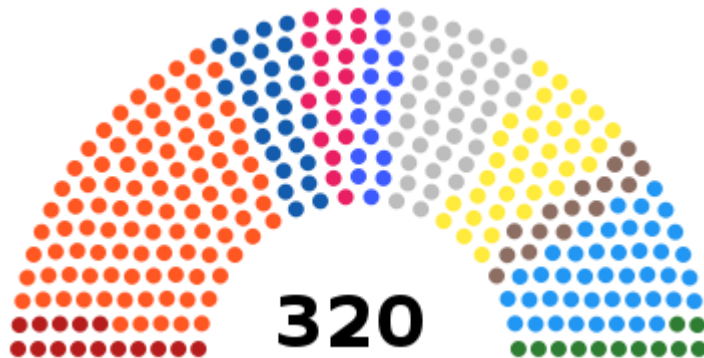
Camera dei Deputati della Repubblica



- Sinistra Italiana
- MPD – Bersani
- PD – Renzi
- Centro Democratico
- AP - Alfano
- CI
- Gruppo Misto
- Gruppo Misto
- ALA - Verdini
- 5 Stelle – Grillo
- FI – Berlusconi
- AN – Fratelli d'Italia
- Lega Nord - Salvini

17	}	Coalizione di governo (398)
40		
282		
13		
27		
16		
20		
31	}	
16		
88		
50		
11		
19		

Senato della Repubblica



- Autonomie – PSI
- PD – Renzi
- AP – Alfano
- MPD – Bersani
- Gruppo Misto
- ALA – Verdini
- 5 Stelle – Grillo
- GAL – Mario Ferrara
- FI – Berlusconi
- Lega Nord- Salvini

18	}	Coalizione di governo (159)
99		
27		
15		
40		
16	}	
35		
15		
43		
12		



Questo documento è prodotto a scopo esclusivamente informativo, non costituisce sollecitazione e non rappresenta un'offerta formale all'acquisto o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Qualsiasi ricerca o analisi utilizzata nella redazione di questo documento è basata su fonti ritenute affidabili ma non vi è garanzia sull'accuratezza e completezza di tali fonti.

Ogni opinione, stima o previsione può essere modificata in qualsiasi momento senza preavviso.

Questo documento non è destinato alla distribuzione a investitori privati e non è diretto a persone fisiche o giuridiche che siano cittadini o residenti o aventi sede in luoghi, regioni, paesi o altre giurisdizioni dove tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso siano contrari a leggi o regolamentazioni.

I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Questo documento è prodotto da Anthilia Capital Partners Sgr Spa per uso interno e non può essere riprodotto o distribuito, sia parzialmente che integralmente, senza autorizzazione da parte di Anthilia Capital Partners Sgr Spa.
