



Anthilia Capital Partners Sgr

Punti di colore – luglio 2018  
*di Gianni Piazzoli*

## Decisioni di politica economica in Italia e contesto internazionale





- A** Sintesi
- B** Contesto macroeconomico
- C** Le tematiche italiane
- D** Appendice



## Sintesi

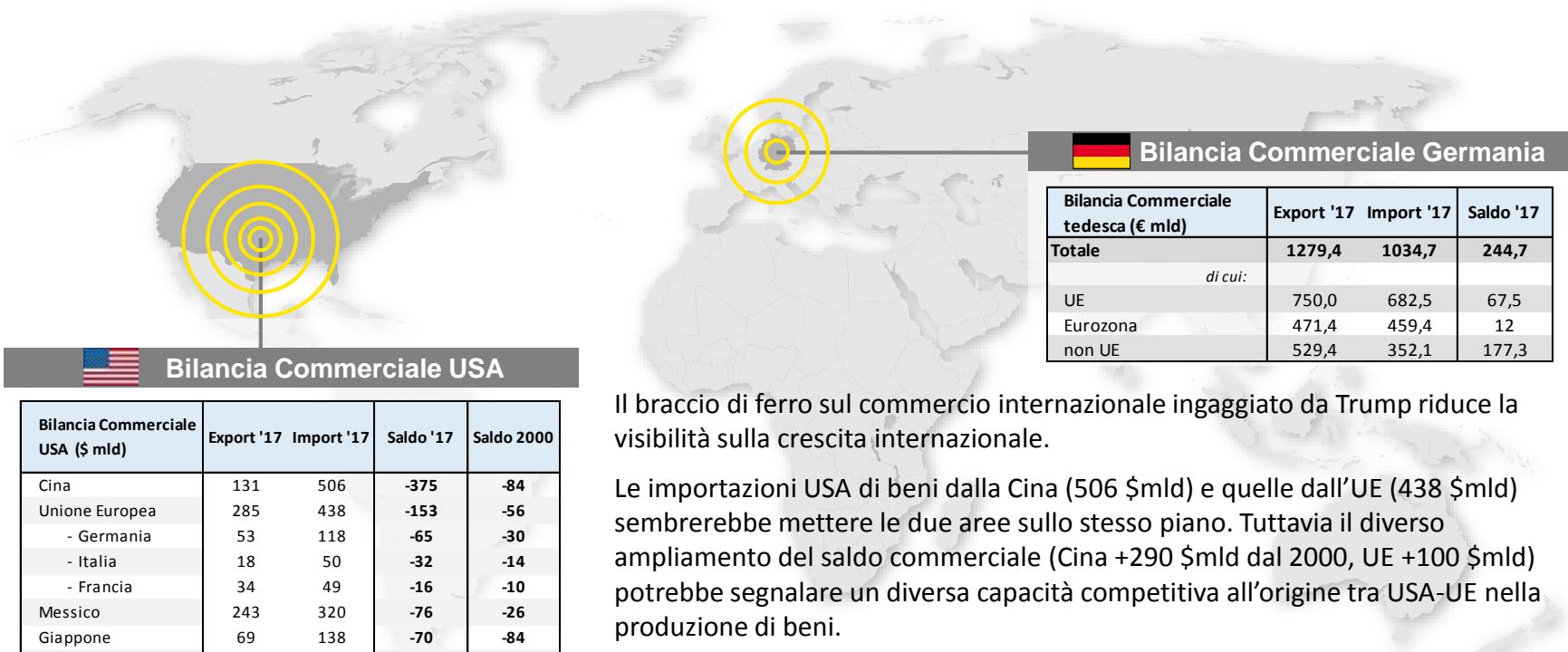
- La guerra commerciale ingaggiata da Trump per avere maggiore produzione domestica. Il deficit commerciale USA non dice tutta la verità della forza economica americana (**slide 5 e 6**)
- Anche per vari motivi geopolitici il dollaro si è rivalutato ben sotto la media storica di 1.24 contro euro (**slide 7**)
- L'ampliamento del deficit pubblico americano e l'inflazione USA prossima al 3% sostengono i tassi USA (**slide 8 e 9**)
- Il PIL europeo del 2018 viene rivisto a ribasso, il manifatturiero frena pur restando su livelli elevati (**slide 10 e 11**)
- L'Italia ha accumulato una serie di squilibri: investimenti, istruzione, inflazione, crescita salariale e pensioni (**slide 13**)
- Elementi stabilizzatori: la ricchezza finanziaria degli italiani (**slide 14**) e la ripresa dell'occupazione che ha superato i massimi dal 2008 (**slide 15**).
- Nella ricerca di spazi di manovra il governo può contare su un quadro solido di entrate fiscali (**slide 16 e 17**) per arrivare a ca. 20 €mld di redistribuzioni di spese/coperture ai quali aggiungere altri 13 €mld di maggiore deficit se l'UE acconsente
- La coalizione di governo ha i numeri in parlamento per l'attuazione del programma di governo con la gradualità che consentirà il ministro delle Finanze, Tria (**slide 18 e 19**)
- I risultati delle elezioni del 4 marzo e gli ultimi sondaggi (**slide 20**)
- La flat tax su Irpef e Ires da capire con quale gradualità. Se una prima applicazione venisse limitata ai redditi individuali bassi (fino a 35K €) il costo potrebbe essere di 7 €mld. E se limitata alle società con fatturati fino a 10 €mn, il costo potrebbe essere di 3-4 €mld (**slide 21 -22**)



- A Sintesi
- B Contesto macroeconomico**
- C Le tematiche italiane
- D Appendice



## Commercio Internazionale: deficit USA e surplus tedesco, il settore manifatturiero



Il braccio di ferro sul commercio internazionale ingaggiato da Trump riduce la visibilità sulla crescita internazionale.

Le importazioni USA di beni dalla Cina (506 \$mld) e quelle dall'UE (438 \$mld) sembrerebbe mettere le due aree sullo stesso piano. Tuttavia il diverso ampliamento del saldo commerciale (Cina +290 \$mld dal 2000, UE +100 \$mld) potrebbe segnalare un diversa capacità competitiva all'origine tra USA-UE nella produzione di beni.

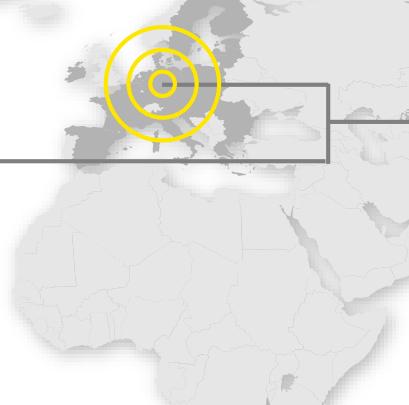
Germania e Italia rappresentano due terzi dell'avanzo commerciale UE. Gli USA importano 40 \$mld di automobili di cui 20 \$mld dalla Germania.

La Germania per quanto in netto avanzo commerciale su tutti i fronti vede una situazione quasi bilanciata nei confronti dell'eurozona.



## Il basso peso del manifatturiero alla base del deficit. La vera forza USA celata

Si nota dalla tabella a destra il diverso contributo del settore manifatturiero (negli USA il 12% del PIL, mentre nell' Euroarea il 17%). In valore assoluto sono quasi simili e, considerato il cambio, si potrebbe concludere che eventuali dazi potrebbero portare ad aumenti di prezzi negli USA prima di vedere effetti concreti sulla delocalizzazione. E' anche vero che la forza dell'economia USA supera il tema del deficit data l'estensione internazionale delle società americane.



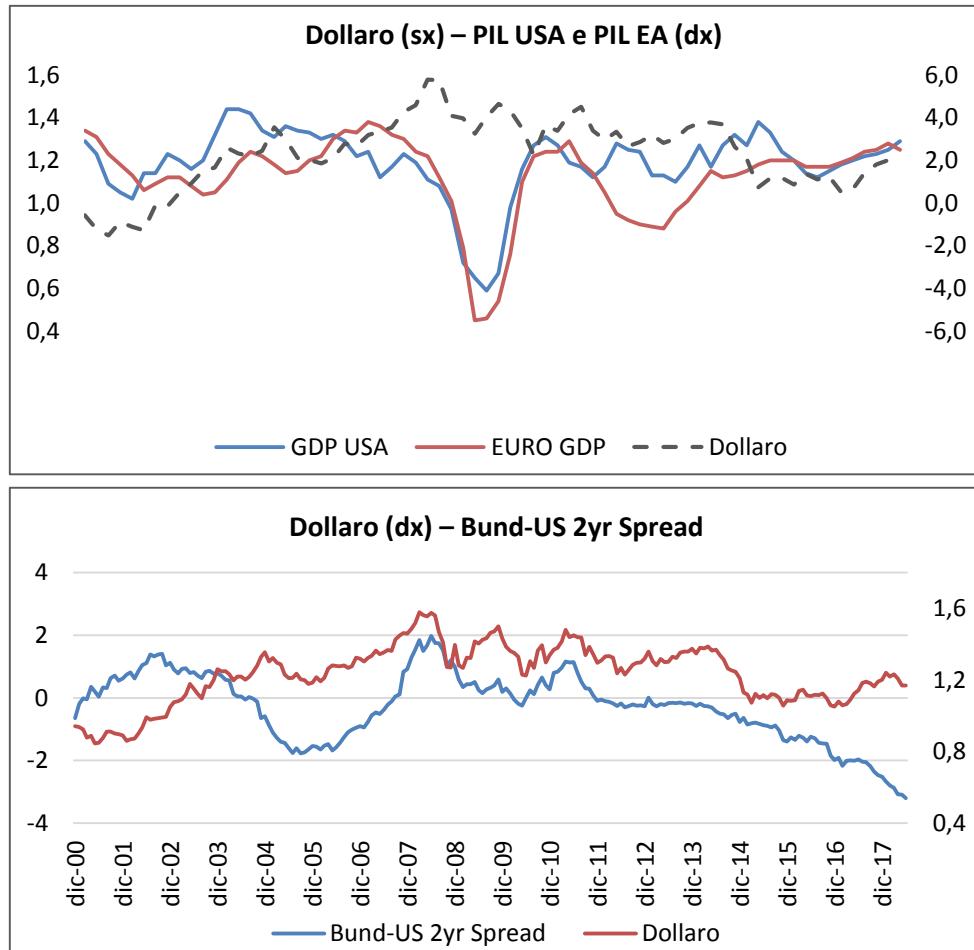
PIL USA e Euro Area			
	US '17 (\$)	EA '17 (€)	US '10 (\$)
PIL	19.390	10.016	10.284
Manifatturiero	2.244	1.711	1.555
<i>Man/PIL</i>	12%	17%	15%
Servizi	13.059	5.423	6.549
<i>Servizi/PIL</i>	67%	54%	64%
BEA e Eurostat			

Una società americana che assembla in Europa e vende in Europa sfugge alle statistiche del commercio estero anche se consolida il relativo utile. In Europa non abbiamo nulla che possa avvicinare il settore hi-tech USA. La tabella a sx riporta solo un campione di società americane del settore che sono attese fatturare 858 \$mld nel 2018. La metà è fatturato USA, e il resto è fatturato non-USA. Le società americane hanno accumulato riserve all'estero nell'ordine di 1.5 \$t (che Trump vuole far rientrare). Se non consideriamo queste cifre nel dibattito macroeconomico forse ci sfugge un pezzo del quadro. Nella tabella i fatturati e gli utili attesi di 7 società americane quotate nel settore hi-tech.

Dati Bloomberg



## Il dollaro spinto dal differenziale di rendimento e di crescita

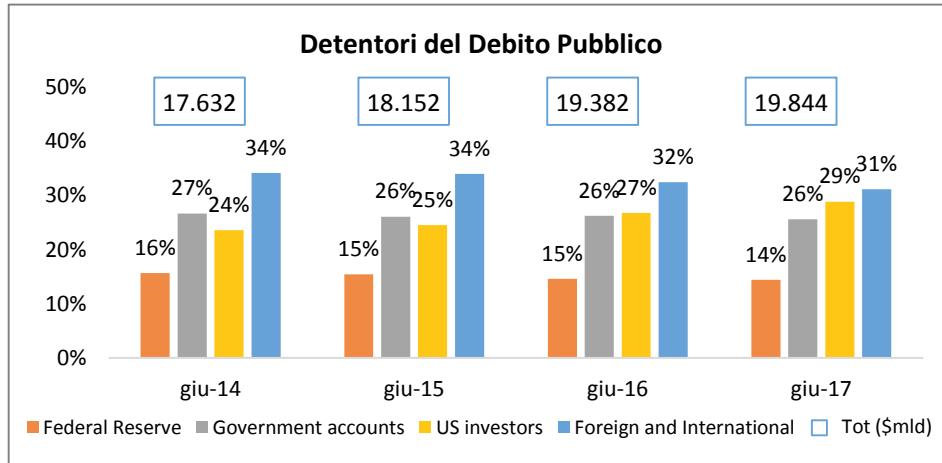
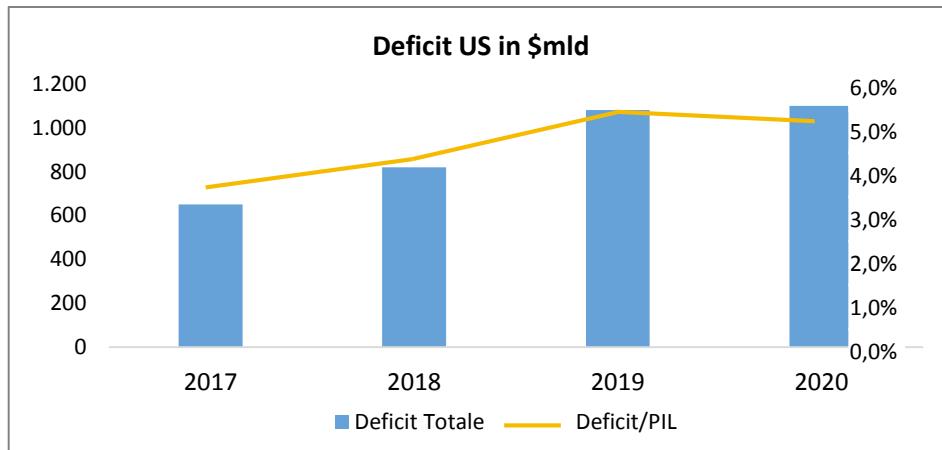


La media 2000-17 del \$ è 1.24

- Il differenziale di crescita economica c'è: gli USA erano proiettati verso una crescita 2018 a +2.3%, ora stimata a +2.9% grazie alla riforma fiscale di Trump.
- Il \$ sconta una forza dell'economia USA invariata e i dubbi sull'Euroarea. Il tentativo di Trump sul fronte commerciale potrebbe ampliare ulteriormente il divario di crescita USA-Euroarea.
- Il differenziale di rendimento potrebbe ampliarsi oltre gli attuali livelli se la FED dovesse aumentare i tassi nel 2018 per altre 2 volte e portarsi ben oltre il 2% come indicato il 13 giugno dalla stessa FED. La BCE dal canto suo è ferma con l'indicazione di tassi 0% fino all'estate 2019.
- Va detto che la BCE nel 2017 ha dovuto frenare la forza dell'euro, in più occasioni, con la retorica. Un dollaro rafforzato può essere lasciato in benevola negligenza da parte della BCE nel 2018.



Deficit pubblico US, nel 2019 oltre il 5% del PIL e nel 2018 la FED non rinnova 252 \$mld



Fonte: Treasury Bulletin

Il deficit US si espanderà di 150\$ mld nel 2018 e di ulteriori 180 \$mld nel 2019. Nel frattempo, la FED, impegnata nella riduzione di bilancio, disinvestirà 252 \$mld di bond nel 2018 e 360\$ nel 2019.

Gli USA devono finanziare un deficit in costante crescita.

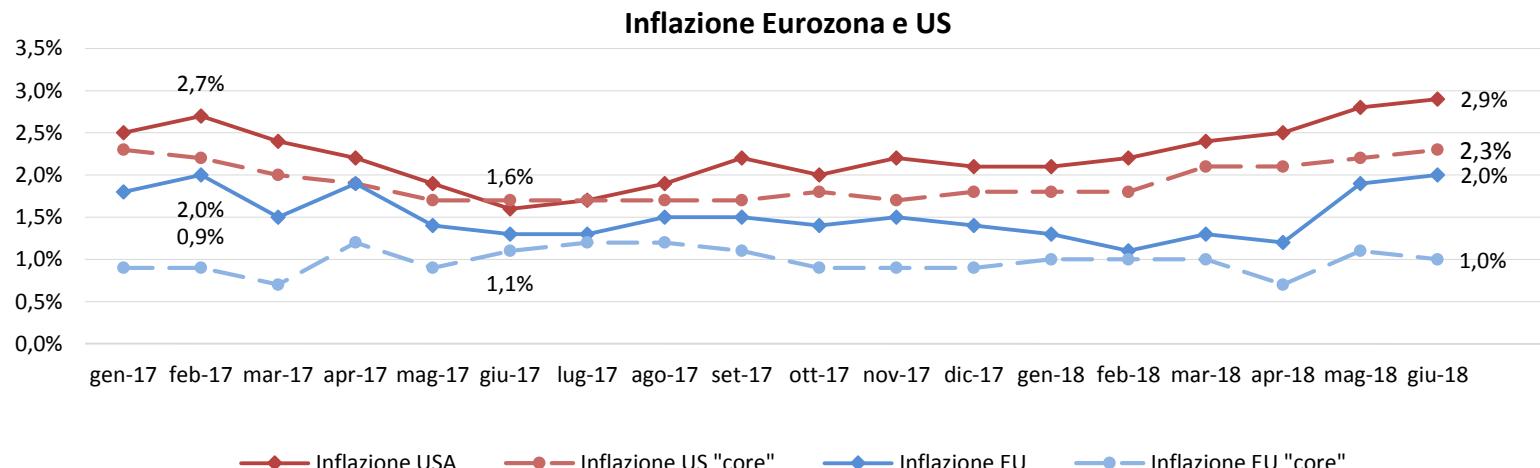
Normalizzazione della politica FED	
Gennaio 18	-12
	-12
	-12
Aprile 18	-18
	-18
	-18
Giugno 18	-24
	-24
	-24
Settembre 18	-30
	-30
	-30
<b>Totale 2018</b>	<b>-252</b>
<b>Totale 2019</b>	<b>-360</b>



## L'inflazione risale spinta dal petrolio, negli USA prossima al 3%, nell'areaeuro al 2%

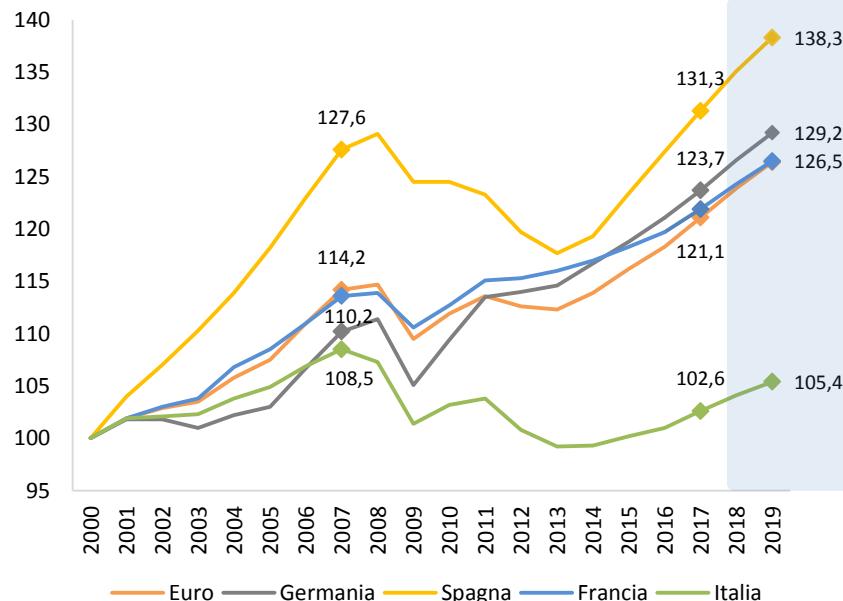
L'inflazione risente ovunque della forza dei prezzi del petrolio. Ma, mentre negli USA anche l'inflazione «core» si colloca sopra il 2%, nell'Eurozona siamo poco sopra l' 1%. Rimangono inoltre forti differenze all'interno dell'area, Germania +2,2% contro il +1,1% italiano, stessa differenza anche a livello d'inflazione «core», con l'inflazione tedesca a doppia crescita rispetto alla Francia.

Inflazione Tendenziale	Eurozona		Germania		Francia		Italia		
	Pesi (%)	mag 18	giu 18						
<b>Totale*</b>	<b>1000</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Ex. energia,alimentari</b>	<b>707</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
Prodotti alimentari, alcol e tab.	196	2,5	2,8	3,5	3,4	3,3	3,4	2,2	3,0
Energia	97	6,1	8,0	5,1	6,4	10,0	12,2	2,0	4,2
Beni industriali (ex. Energetici)	263	0,3	0,4	1,2	1,3	-0,2	-0,2	0,2	0,2
Servizi	444	1,6	1,3	1,9	1,5	1,5	1,3	0,8	1,0





## Crescita PIL euroaera limitata per il 2018 a +2,1%



## Revisione del PIL rispetto all' EU Spring Forecast

PIL	Ita	Fra	Ger
2017	1,6%	1,8%	2,2%
2018	1,5% -> 1,3%	2,0% -> 1,7%	2,3% -> 1,9%
2019	1,2%	1,8%	2,1%

nostre assunzioni

Revisioni del PIL: BCE per l'EuroArea, Insee per la Francia e DIW per la Germania

L'inclinazione delle curve del grafico mostra come dal 2015 si sia ritrovato un ritmo di crescita simile a quello del periodo 2000-2007.

Per il 2018 si stanno tuttavia riducendo le ipotesi di crescita economica sulla base di minori contributi delle voci investimenti e esportazioni nette come si vede dal dettaglio della tabella sotto rilasciata dalla BCE.

Stime BCE per l'Area Euro	2018			2019			2020		
	mar18	giu 18	Δ	mar18	giu 18	Δ	mar18	giu 18	Δ
<b>PIL Reale</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	▼	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	■	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	■
	(2,1-2,7)	(1,8-2,4)		(0,9-2,9)	(0,9-2,9)		(0,7-2,7)	(0,6-2,8)	
Consumi	1,7	1,6	▼	1,7	1,7	■	1,5	1,5	■
Spesa Pubblica	1,2	1,3	▲	1,2	1,3	▲	1,1	1,2	▲
Investimenti	4,4	4,2	▼	3,4	3,3	▼	2,8	2,8	■
Export	5,3	4,2	▼	4,1	4,4	▼	3,8	3,8	■
Import	5,1	4,1	▼	4,5	4,7	▲	4,0	4,0	■



## I PMI si raffreddano dopo i massimi di sempre registrati a fine 2017

Manifatturiero PMI	Gen 18	Feb 18	Mar 18	Apr 18	Mag 18	Giu 18	Servizi PMI	Gen 18	Feb 18	Mar 18	Apr 18	Mag 18	Giu 18
Zona Euro	59,6	58,5	56,6	56,2	55,5	54,9	Zona Euro	58,0	56,2	54,9	55,0	53,8	55,2
Germania	61,1	60,6	58,2	58,1	56,8	55,9	Germania	57,3	55,3	53,9	54,1	52,1	54,5
Francia	58,4	55,9	53,7	53,8	54,4	52,5	Francia	59,2	57,4	56,9	57,4	54,3	55,9
Spagna	55,2	56,0	54,8	54,4	53,4	53,4	Spagna	56,9	57,3	56,2	55,6	56,4	55,4
Italia	59,0	56,8	55,1	53,5	52,7	53,3	Italia	57,7	55,0	52,6	52,6	53,1	54,3
Irlanda	57,6	56,2	54,1	55,3	55,4	56,6	Irlanda	59,8	57,2	56,5	58,4	59,3	59,5
UK	55,3	55,2	55,1	53,9	54,4	54,4	UK	53,0	54,5	51,7	52,8	54,0	55,1
USA (ISM)	59,1	60,8	59,3	57,3	58,7	60,2	USA (ISM)	59,9	59,5	58,8	56,8	58,6	59,1
Giappone	54,8	54,1	53,1	53,8	52,8	53,0	Giappone	51,9	51,7	50,9	52,5	51,0	51,4
Cina	51,5	51,6	51,0	51,1	51,1	51,0	Cina	54,7	54,2	52,3	52,9	52,9	53,9
Brasile	51,2	53,2	53,4	52,3	50,7	49,8	Brasile	50,0	52,7	50,4	50,6	49,5	47,0
Russia	52,1	50,2	50,6	51,3	49,8	49,5	Russia	55,1	56,5	53,7	55,5	54,1	52,3
India	52,4	52,1	51,0	51,6	51,2	53,1	India	51,7	47,8	50,3	51,4	49,6	52,6

\* 50 è il valore spartiacque tra crescita e rallentamento. verde intenso >53, azzurro >57

L'indice PMI-manifatturiero rimane in area "blue sky" per gli USA dove manifatturiero e servizi, restano su livelli simili a quelli del 2017. In Europa invece il forte ottimismo di fine 2017/inizio 2018 sembra essere venuto meno lasciando spazio a una crescita più contenuta e meno esplosiva. Da gennaio/febbraio in poi, tutti i principali paesi europei hanno visto, per il settore manifatturiero, i PMI scendere dai livelli massimi sebbene sempre ben oltre la soglia critica di 50

Anche sul fronte dei principali mercati emergenti si nota un quadro più stabile e meno esplosivo a conferma del minore momentum dell'economia globale.

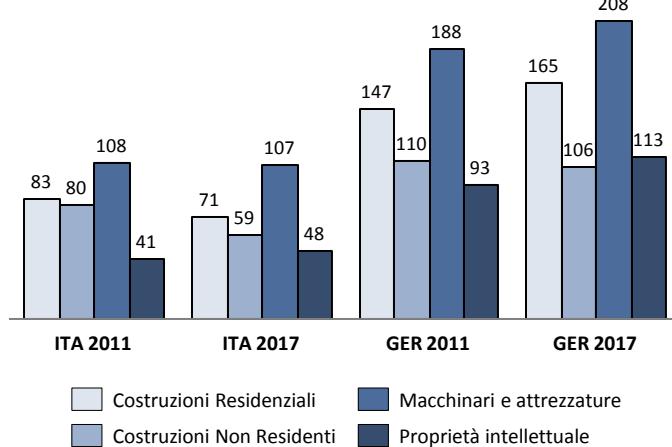


- A Sintesi
- B Contesto macroeconomico
- C **Le tematiche italiane**
- D Appendice



## Squilibri italiani: investimenti, istruzione, inflazione, crescita salariale e pensioni

**Investimenti: 2017 ITA 284 mld (-9% vs 2011),  
2017 GER 592 mld (+10% vs 2011)**



Per l'Italia:

- Investimenti frenati nelle “costruzioni”.
- Basso livello di istruzione “secondaria”.
- Inflazione 11 punti percentuali sopra quella tedesca nel periodo '99-2011, ora serve una normalizzazione.
- Aumenti salariali concentrati nel periodo '99-2011.

Il governo non ha obiettivi esplicativi su:

- Investimenti privati,
- istruzione,
- competitività e concorrenza

Spesa per le pensioni impattate dalla demografia.

### Inflazione e Crescita salariale

Paese	Inflazione		Crescita Salariale	
	2011 / 1998	2017 / 2011	2011 / 1998	2017 / 2011
Euroarea	30%	6%	58%	23%
- Germania	23%	7%	30%	33%
- Spagna	44%	5%	98%	8%
- Italia	34%	6%	57%	9%

Eurostat

2016	Crescita della popolazione		Lavoro - Tasso di partecipazione	Pensioni % del PIL
	16-40	over 65		
Germania	2%	21%	78%	10%
Spagna	4%	19%	74%	12%
Francia	9%	19%	71%	15%
Italia	-1%	22%	65%	16%
Italia 2040		32%	68%	19%

Eurostat

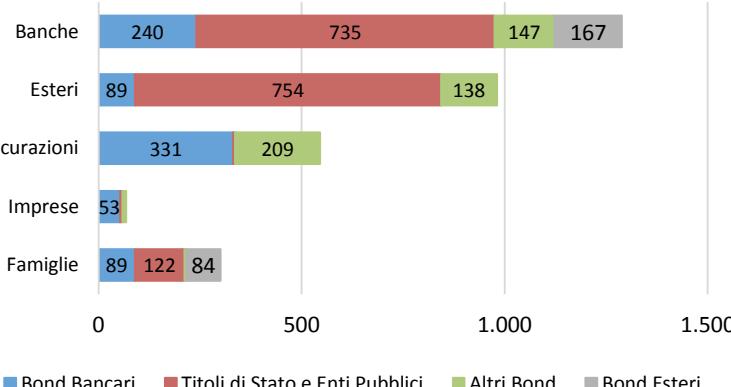


## La ricchezza finanziaria degli italiani

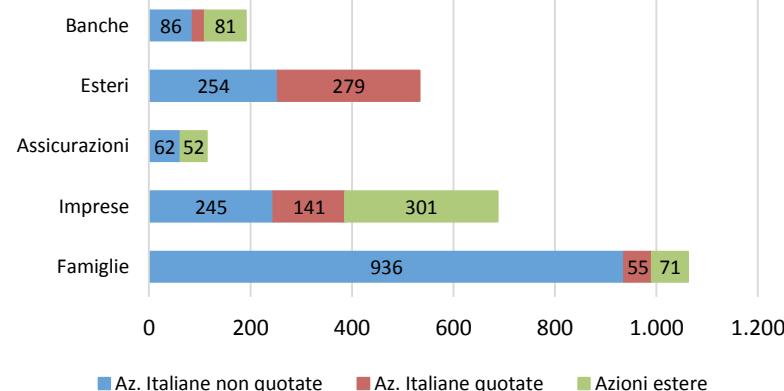
Att. Finanziarie 2017 (€ mld)	Famiglie	Imprese	Assicurazioni	Esteri	Banche
Banconote e depositi a vista	911	326	26	497	497
Altri depositi	450	23	1	240	565
Obbligazioni	305	66	572	1.028	1.289
Prestiti	-	71	-	239	1.855
Azioni	1.062	688	117	533	191
Fondi	537	17	202	1	14
Riserve assicurative	996	12	-	14	8
Crediti commerciali	105	585	2	81	0
Altro	25	19	2	12	13
<b>Totale attività</b>	<b>4.407</b>	<b>1.816</b>	<b>935</b>	<b>2.751</b>	<b>4.670</b>

Da 739 €mld di bond posseduti a fine 2007 le famiglie sono scese a 305 €mld in parte anche per la scarsa attrattività offerta dai rendimenti. In particolare i bond bancari posseduti a fine 2007 erano 355, sono scesi a 89 nel 2017. Le famiglie si sono mantenute liquide e hanno fatto lievitare i depositi bancari. Le attività finanziarie delle famiglie sono sì arrivate a 4.4 €tn a fine 2017 da 3.7 di fine 2007, i depositi (bancari) la fanno da padrona con 1.3 €tn, mentre le azioni (incluse anche le partecipazioni in varie Srl) assommano a 990 €mld (erano 880 a fine 2007), le assicurazioni hanno visto salire il proprio gradimento a 996 €mld da 610 a fine 2007. Infine la componente Fondi è passata a 537 €mld da 267, con i fondi esteri saliti a 276 da 81 €mld.

Possessori di Bond in Italia – 2017 (€mld)



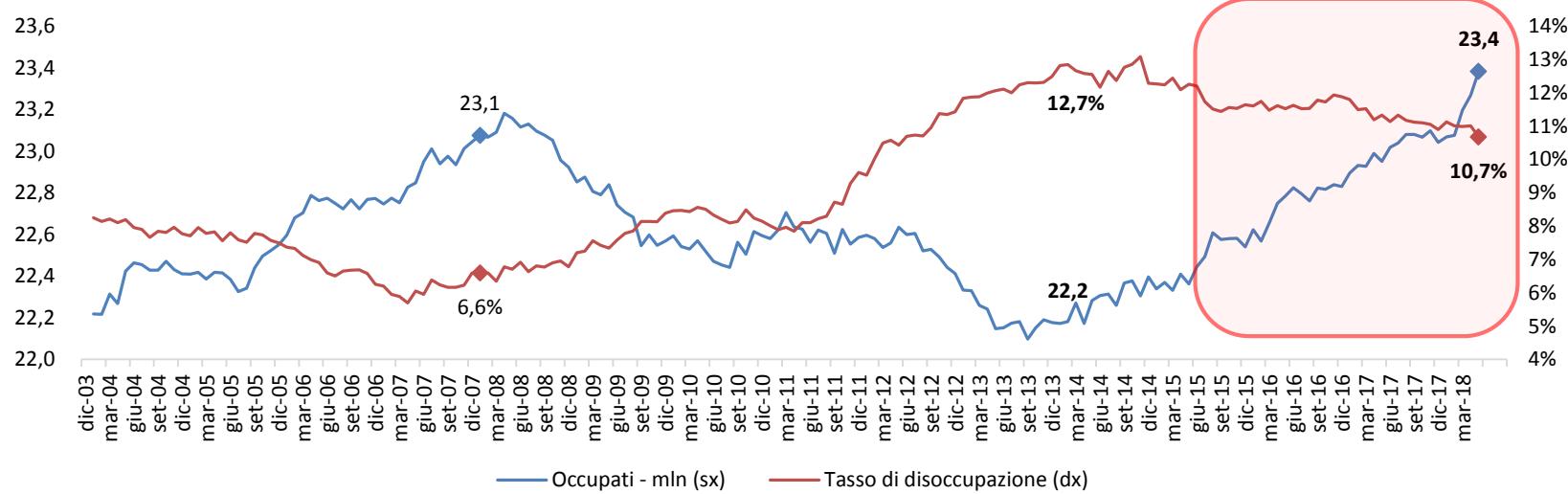
Possessori di Azioni in Italia – 2017 (€mld)





## L'occupazione è tornata sui massimi del 2007 a 23.4 milioni, +1.2 milioni da dicembre 2013

Incoraggiante la crescita di 419K occupati (YoY) anche se la crescita dell'occupazione ha fatto leva sul lavoro a tempo determinato dal 2016. Tuttavia la disoccupazione resta sopra la media UE. Il governo ha varato una revisione delle norme sul mercato del lavoro.



Dati in 000	Tasso di disoccupazione	Forza Lavoro	Occupati	In cerca
Maggio	10,7%	26.175	23.382	2.793
Mag su Apr	-0,3	30	114	-84
Mag 18 su Mag 17	-0,6	291	419	-128
% YOY	-0,6	1,1	1,8	-4,4
Dicembre 2013	12,5%	25.317	22.165	3.152

Dati in 000	Dipendenti	Permanenti	A termine	Indipendenti
Maggio	18.038	14.964	3.074	5.344
Mag su Apr	132	69	62	-18
Mag 18 su Mag 17	404	7	411	15
% YOY	2,3	0,0	15,4	0,3
Dicembre 2013	16.652	14.473	2.178	5.513



## I conti pubblici italiani 2018/20, il DEF 2018 è la base per la manovra 2019

Bilancio Pubbl. Amm. (mld)	2017	2018	2019	Tria - MEF	Siri - Lega
PIL reale	1,6%	1,5%	1,4%	1,6%	1,9%
Deficit/PIL	-2,3%	-1,6%	-0,8%	ipotesi 1,5%	ipotesi 2,6%
<b>Totale entrate</b>	<b>799,9</b>	<b>819,7</b>	<b>846,7</b>		
<b>Totale spese</b>	<b>-839,6</b>	<b>-847,8</b>	<b>-860,8</b>		
Spese correnti netto interessi	-708,3	-727,7	-738,0		
Interessi	-65,6	-62,5	-63,0		
Spese in conto capitale	-65,7	-57,5	-59,8		
<b>Deficit</b>	<b>-39,7</b>	<b>-28,2</b>	<b>-14,1</b>	<b>-27,3</b>	<b>-47,4</b>
PIL nominale	1716,9	1766,2	1822,6	1824	1830
Debito nominale		2310	2333	2346	2366
Debito/PIL in %	131,8	130,8	128,0	128,6	129,3

A legislazione vigente il deficit '19 sarebbe pari a -0.8% del PIL e il debito/PIL a 128%. Come si vede nel 2019 le entrate registrerebbero +27 €mld di cui 12.4 per maggiore IVA. La tabella si basa sui dati del DEF ma considera anche un ampliamento del deficit a -1.5%, se il Ministro Tria ottenessse maggiore flessibilità dall'UE così come un'ipotesi più aggressiva di aumento del deficit al 2.6% proposta dal Senatore Siri l' 1/7.

### Mentre il Ministro delle Finanze, Tria, opta per una maggiore gradualità come ribadito in Parlamento il 19/6 e il 3/7:

- Disattivazione delle clausole di salvaguardia. Nessun aumento della spesa corrente, aumento di quella in conto capitale
- La riduzione graduale del rapporto debito/PIL con graduale implementazione del programma. Il governo si adopererà per ottenere dall'UE gli spazi per attuare il programma senza inversione di tendenza. Le spese vanno adeguatamente coperti.
- C'è inoltre un obiettivo di equità, il debito che grava sulle generazioni future è frutto della "mia generazione" ha detto il ministro Tria. Prima di settembre si creeranno 3 Task Force: per welfare, flat tax e investimenti pubblici.
- La crescita deve essere inclusiva e non sempre la crescita economica lo è, un ruolo centrale lo avrà il reddito di cittadinanza.

**Altri spunti per finanziare una manovra:** La stampa ha parlato di tagli ai sussidi inquinanti (Corriere 17 giu), per 5 €mld, il programma dei 5Stelle ipotizzava tagli dei sussidi per 16 €mld, possiamo quindi ipotizzare un totale di 10 €mld di revisione. Inoltre potrebbero essere rivisti gli 80 € di bonus fiscale di Renzi per altri 10 €mld. Sono 20 €mld +13 di maggior deficit

**Nostra conclusione:** C'è spazio per una manovra da 33 €mld, di cui 12.5 €mld a coprire le clausole IVA, 10 €mld per revisione Fornero e reddito di cittadinanza, oltre a 11 €mld per una prima applicazione della Flat Tax su individui e imprese (slide 21).



## Tengono le entrate, l'IVA, la sorpresa del '16, è proseguita anche nel '17

€ mld	2016	2017	Gen-Mag 2017	Gen-Mag 2018	Δ	Δ%	Mag 17	Mag '18
<b>Totale entrate</b>	<b>451,1</b>	<b>455,7</b>	<b>159,2</b>	<b>163,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4%</b>	<b>34,5</b>	<b>34,8</b>
<b>Totale dirette</b>	<b>245,3</b>	<b>245,9</b>	<b>80,7</b>	<b>83,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3%</b>	<b>13,7</b>	<b>14,4</b>
IRPEF	180,0	182,7	72,4	74,7	2,2	3,1%	12,5	13,2
IRES	35,3	35,2	1,5	1,8	0,3	17,6%	0,4	0,4
Sostitutiva	9,0	8,5	3,3	3,4	0,1	3,0%	0,6	0,5
Altre dirette	21,0	19,4	3,5	3,5	0,0	0,9%	0,3	0,3
<b>Totale indirette</b>	<b>205,8</b>	<b>209,8</b>	<b>78,6</b>	<b>79,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4%</b>	<b>20,8</b>	<b>20,4</b>
IVA	124,3	129,6	46,8	47,7	0,9	2,0%	13,1	13,6
<i>di cui:</i>								
<i>Scambi interni</i>	112,7	116,3	41,1	42,0	0,9	2,1%	11,9	12,4
<i>Importazioni</i>	11,6	13,3	5,3	5,7	0,4	7,2%	1,2	1,2
Accise su energetici	32,3	28,9	12,0	12,1	0,1	0,6%	2,5	2,5
Tabacchi	10,9	10,5	4,2	4,2	0,1	1,7%	0,9	1,0
Lotto e lotterie	13,6	13,2	5,8	5,8	0,1	0,9%	1,1	1,2
Altre indirette	24,6	27,6	9,8	9,8	0,0	-0,3%	3,2	2,1

€ mld	2016	2017	Gen-Mag 2017	Gen-Mag 2018	Δ	Δ%	Mag 17	Mag '18
<b>Totale entrate (enti territoriali)</b>	<b>56,3</b>	<b>57,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>0,4</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>
Add. Regionale	11,9	12,0	3,7	3,8	0,1	2,3%	0,9	0,9
Add. Comunale	4,5	4,5	1,3	1,2	0,0	-2,4%	0,4	0,4
IRAP	22,8	23,6	4,9	5,1	0,2	3,2%	1,0	1,0
IMU - IMIS	15,9	16,0	0,5	0,6	0,2	25,4%	0,1	0,2
TASI	1,2	1,2	0,1	0,0	-0,1	-	0,0	0,0

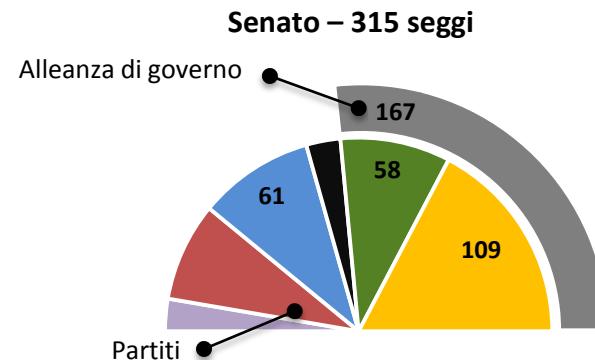
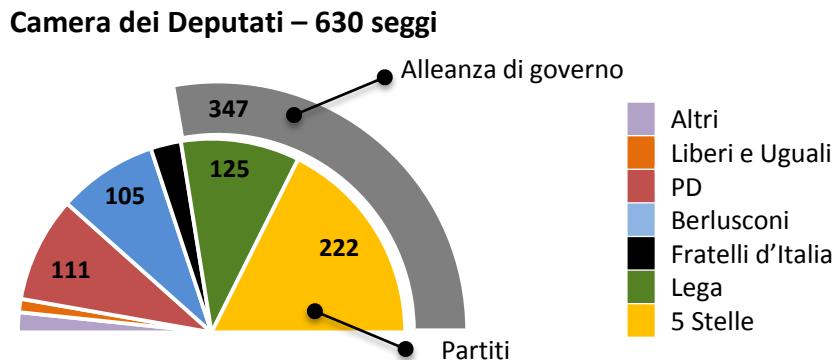
L'incremento delle entrate italiane nel 2016 è stato principalmente trainato dalle imposte indirette, +4,7%, +9,2 mld, mentre il gettito di quelle dirette ha segnato un incremento del 2,3%, 5,6 mld.

Il gettito IVA 2016 è cresciuto di 5,0 mld, +4,2% rispetto al 2015, grazie anche all'introduzione del meccanismo dello Split-Payment, che permette alla PA di pagare l'IVA direttamente all'erario anziché al fornitore, prevenendo in questo modo possibili evasioni fiscali. Nel 2017 il gettito IVA ha continuato ad aumentare rispetto al 2016, segnando un ulteriore +4,2%, equivalente a circa +5,3 mld.



## La coalizione Giallo/Verde in Parlamento

Complessivo



La nuova coalizione di governo tra 5 Stelle e Lega gode dei numeri sufficienti per provare a mettere in atto il proprio programma elettorale e il contratto di governo stipulato.,.

La coalizione alla Camera dei deputati detiene 347 seggi su 630 seggi totali e 167 su 315 seggi totali al Senato, dalle prime votazioni si è visto che la maggioranza è più ampia, al Senato la fiducia è stata ottenuta con 171 sì, 25 astenuti e 117 no.

Il cd. "governo del cambiamento" aveva portato ad una prima bozza di programma di governo che poneva l'obiettivo di introdurre "specifiche procedure tecniche di natura economica e giuridica" che consentissero a singoli Stati di uscire dall'euro e "recuperare la propria sovranità monetaria", o di "restarne fuori attraverso una clausola di opt-out permanente».

Nel programma di governo riassunto alla slide che segue sono spariti i punti più spinosi della bozza di contratto dove si definiva "necessaria una ridiscussione dei Trattati dell'Ue. Inoltre sull'abbattimento del debito pubblico vi erano 3 punti che avrebbero dovuto ridurre cumulativamente il debito di 25 p.p. con la cancellazione di 250 €mld di BTP comprati dalla BCE, con 200 €mld di fondi immobiliari venduti alle famiglie e con 70 €mld di obbligazioni emesse dalla CDP per rilevare tutte le partecipazioni del Tesoro.



## Il contratto di governo 5Stelle-Lega del 18 maggio 2018

Nella versione finale del contratto di programma non vi sono più i riferimenti dettagliati alle coperture, ma ci si focalizza sulle misure da prendere:

- Ridiscussione dei parametri di rating di Basilea a supporto della micro-impresa italiana.
- Separazione della banca di credito al pubblico dalla banca d'investimento
- Limiti al recupero dei crediti da parte delle banche senza la preventiva autorizzazione del tribunale.
- Il finanziamento del programma avverrà dal taglio agli sprechi, dalla gestione del debito e dal ricorso al deficit.
- Flat tax al 15% e al 20% per persone fisiche, partite IVA, imprese e famiglie; per le famiglie è prevista una deduzione fissa di 3.000,00 euro sulla base del reddito familiare
- Una “pace fiscale” per l'estinzione del debito mediante un saldo e stralci.
- I debiti insoluti della pubblica amministrazione saldati anche attraverso titoli di stato di piccolo taglio.
- L'abolizione della riforma delle pensioni cd. “Fornero”, stanziando 5 miliardi per agevolare l'uscita dal mercato del lavoro delle categorie ad oggi escluse per uscire dal lavoro quando la somma dell'età e degli anni di contributi del lavoratore è almeno pari a 100 e 41 anni di contributi.
- Reddito di cittadinanza di 780 € al mese.
- Estendere alla BCE lo Statuto vigente delle principali banche centrali del mondo in coerenza con gli obiettivi dell'unione economica



## Elezioni italiane 2018: lo spaccato Nord-Sud. La Lega cresce nei sondaggi.

Area	voti validi	Legä	FI	C-DX	C-SX	5Stelle	Disoccup '17 e % disoccupati	Forza lavoro femminile
Nord Ovest	8.959	2.303	1.219	3.958	2.260	2.120	551	3.301
	73%	26%	14%	44%	25%	24%	7,7%	64%
Nord Est	4.104	1.204	415	1.833	980	974	202	1.456
	75%	29%	10%	45%	24%	24%	6,1%	63%
Centro	9.894	1.730	1.145	3.492	2.725	3.084	768	3.694
	72%	18%	12%	35%	28%	31%	9,4%	63%
Sud	9.739	555	1.813	2.956	1.551	4.566	1.386	2.590
	64%	6%	19%	30%	16%	47%	20,2%	41%
<b>Totale</b>	<b>32.695</b>	<b>5.793</b>	<b>4.592</b>	<b>12.240</b>	<b>7.516</b>	<b>10.743</b>	<b>2.907</b>	<b>11.041</b>
<b>%</b>	<b>70%</b>	<b>18%</b>	<b>14%</b>	<b>37%</b>	<b>23%</b>	<b>33%</b>		

Nella tabella il Centro-Nord include Emilia e Toscana, mentre il Sud parte dalla Campania e dalla Puglia. Il SUD è stato determinante con poco meno di un terzo ca. dei voti validi: cioè i 9.7 milio di voti su 32.7 milio modificando il quadro del paese. L'Italia ha percentuali molto diverse tra il Sud e il resto del paese si per il tasso di disoccupazione che del lavoro femminile.

Anthilia SGR su dati Min Int, Eurostat e Istat

Il sondaggio di fine giugno di Ixè offre qualche ulteriore elemento

- la Lega ormai ha raggiunto i 5Stelle, prosciugando Forza Italia.
- la Linea Salvini sui migranti ha un gradimento tra l'80 e il 90% per il 70% dei votanti.
- la priorità per il 70% degli elettori è il rilancio dell'economia (penultima colonna)
- solo il 30% degli elettori ritiene che il taglio delle tasse debba essere una priorità, stupisce il dato della Lega, v. ultima colonna.

Sondaggi	Sondaggi Giugno	Elezioni 4 Marzo	Favorevole alla linea Salvini sui migranti (%)	Priorità all'economia? (%)	Priorità al taglio delle tasse? (%)
5Star	28,5	32,6	79	65	40
PD	19,7	18,7	46	74	25
Total Centre-left	22,6	22,3	46	74	25
League	28,0	17,4	93	54	21
Forza Italia	9,5	14,0	91	58	27
Fratelli d'Italia	4,1	4,3	100	62	47
Total Centre-Right	42	37	94	57	24
Liberi e Uguali	3,0	3,4	21	83	22
Others	3,9	4,7	51	67	27

Sondaggi Ixè



## La Flat Tax costa 50€ mld, 45 di IRPEF e 5 di IRES, in prima applicazione 7+3.

IRPEF 2016	Persone (000)	Concentrazione	Reddito lordo (€mld)	Aliquota effettiva	Nuova aliquota	Risparmio complessivo	Risparmio individuale
Inferiore a 20k (lordi)	24,25	59,3%	219,5	9%	9%		
da 20K a 35K	11,68	28,6%	290,8	17%	15%	-7,2	-2,5%
da 35K a 50K	2,79	6,8%	106,3	24%	15%	-9,8	-9,2%
da 50K a 60K	0,66	1,6%	33,2	28%	15%	-4,3	-13,1%
da 60K a 70K	0,42	1,0%	24,8	30%	15%	-3,7	-14,9%
da 70K a 80K	0,30	0,7%	20,3	31%	15%	-3,3	-16,3%
da 80K a 150K	0,61	1,5%	57,6	34%	20%	-8,1	-14,0%
Oltre 150K	0,17	0,4%	45,1	39%	20%	-8,7	-19,3%
<b>Totale</b>	<b>40,87</b>	<b>100%</b>	<b>797,5</b>	<b>20%</b>		<b>-45,1</b>	

IRES totale e principali settori (2015)	Nr dichiaraz.	Reddito in mld	IRES in mld
Attività manifatturiere	147.920	48,1	10,62
Costruzioni	181.797	7,2	1,49
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	223.800	23,3	6,48
Attività immobiliari	144.590	8,0	1,58
<b>TOTALE</b>	<b>1.146.097</b>	<b>160,6</b>	<b>34,4</b>

IRES per fatturato (2015 - € mln)	Frequenza	Reddito (mld)	IRES (mld)
da 0,0 a 10,0	1.117.101	53,4	11,0
da 10,0 a 15,0	9.210	9,7	1,7
da 15,0 a 25,0	7.737	9,3	1,9
da 25,0 a 40,0	4.556	8,5	1,6
da 40,0 a 50,0	1.499	4,5	0,8
da 50,0 a 250,0	4.955	31,9	5,3
oltre 250,0	1.039	43,2	12,2
<b>TOTALE</b>	<b>1.146.097</b>	<b>160,6</b>	<b>34,4</b>

Premesso che non si sanno ancora i dettagli di come potrà essere implementata la flat tax, abbiamo provato a fare una simulazione sugli ultimi numeri disponibili sul sito del Ministero delle Finanze. A conti fatti i 40.9 milioni di contribuenti italiani pagano un'aliquota media del 20%, il 59% degli italiani tuttavia si limita al 9% e il 29% al 17%. In futuro per le fasce basse si dovrebbe scendere al 15%. Per il 60% degli italiani in teoria non cambia nulla e per il 30% vi sarebbe in arrivo un aumento del reddito disponibile del 3%. Il restante 10% ovviamente avrebbe sulla carta dei benefici enormi. Resteranno tali per intero? Se una prima applicazione venisse limitata ai redditi Irpef bassi (fino a 35K) il costo potrebbe essere di 7 €mld. Se limitata alle società con fatturati fino a 10 €mn, il costo potrebbe essere di 3-4 €mld.



## Fornero e quota 100... Qualche dettaglio

Tabella 1.

	Nr (000)	€ mn	% totale	Ogni 100 abitanti
Nord Ovest	814	5.050	21%	5,1%
Nord Est	302	1.850	8%	4,9%
Centro Nord	663	4.197	17%	6,2%
Centro Sud	558	3.354	14%	7,4%
Sud	1.719	10.030	41%	9,0%
<b>Totale</b>	<b>4.055</b>	<b>24.481</b>	<b>100%</b>	<b>6,8%</b>

Tabella 2.

Prestazioni assistenziali 2016	Nr pensioni	Importo medio (€)
Pensioni di invalidità civile	964.310	3.550
Indennità di accompagnamento	2.096.180	5.866
Pensioni e assegni sociali	854.636	5.520
Pensioni di guerra	189.287	6.877
<b>Totale</b>	<b>4.104.413</b>	<b>5.297</b>

Fonte: Anthilia Capital Partners SGR su dati Itinerari previdenziali

Il prof. Alberto Brambilla ha scritto la parte del programma di governo sulle pensioni che lui riassume così: “la logica è quella di dare un’opzione rispetto alle due rigidità della legge Fornero che prevede, dal 2019, due ipotesi per il pensionamento: o 67 anni di età o 43 anni di contributi”. “Ora si vuole fare come in occasione della riforma Dini e introdurre qualche flessibilità:

- 64 anni di età e 36 anni di contributi calcolati dall’ 01.01.1996
- 41,5 anni con 2 anni di contribuzione figurativa, anche in questo caso calcolato a contributivo”.

“Si cerca di dare la giusta flessibilità senza scassare i conti pubblici”, sue testuali parole.

In Italia, nel 2016, si sono erogate 23 milioni di pensioni a 16,1 milioni di pensionati per un controvalore di 282,4 miliardi e che vi sono persone che cumulano più di una pensione. Nel 2016 c'erano 8 milioni di pensioni pagate a 2,2 milioni di pensionati per un ammontare di 320 € medio mensile.

E infine sempre secondo Brambilla: “mentre per la previdenza esiste un'anagrafe esatta di chi riceve la pensione, per l'ASSISTENZA la Ragioneria Generale dello Stato non sa chi riceve i benefici a livello regionale”.

Dobbiamo immaginare che si vorrà porre rimedio. Spicca dalla tabella 1 che per le prestazioni assistenziali vi è una media di 5 pensioni su 100 al Nord, ma 9 su 100 al Sud. Comunque l'assistenza è un totale di spesa di 24 miliardi distribuiti su 4,1 milioni di pensioni



- A** Sintesi
- B** Contesto macroeconomico
- C** Le tematiche italiane
- D** Appendice



## Impatto sul bilancio dello Stato dei programmi elettorali

Bilancio della Pubblica Amministrazione (€ mld)	2018	5 Stelle	Lega
		Proposte	Coperture
		Proposte	Coperture
<b>Spese</b>			
Reddito da lavoro dipendente	166,4		
Consumi intermedi	137,7		
Prestazioni sociali	352,7		
Pensioni	270,9	10	13,5
Altre prestazioni sociali	81,8	17	3
Altre spese correnti	67,7		
<b>Totale spese correnti ex. Interessi</b>	<b>724,5</b>	<b>45,9</b>	<b>19,5</b>
Interessi	63,6		
<b>Totale spese correnti</b>	<b>788,1</b>		
Investimenti fissi	61,0		
<b>Totale Spese (A)</b>	<b>850,7</b>		
<b>Entrate</b>			
Entrate tributarie	521,8		
Imposte dirette	247,4	Riduzione Irap -50% -24	-40 mld spese fiscali. 50
Imposte indirette	273,5		
Imposte in c/capitale	0,9		
Contributi sociali	233,7	-5	Flat tax -48 mld; inferiori risparmi fiscali -10mld -66 -25 Pace fiscale 35 34
Altre entrate correnti	72,9		
<b>Totale entrate correnti</b>	<b>827,5</b>	<b>-29</b>	<b>13</b>
Altre entrate in c/capitale	3,4		
<b>Totale Entrate (B)</b>	<b>831,8</b>	<b>50</b>	<b>82</b>
<b>Deficit Nominale (C) = (B) - (A)</b>	<b>-28,2</b>	<b>-103,1</b>	<b>-145,8</b>
<b>Deficit/PIL</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-16,6</b>	<b>-63,7</b>
PIL Nominale	1768,7	<b>-5,9%</b>	<b>-8,2%</b>
Debito Nominale	2297,5	<b>-1,0%</b>	<b>-3,6%</b>
<b>Debito/PIL</b>	<b>129,9%</b>	-103,1 = -28,2 (deficit) -45,9 (maggiori spese) -29 (minori tasse)	

15 mld di cancellazione della Riforma Fornero del 2012: 10 mld di maggiore spesa pensionistica; 5 mld di minosi contributi sociali

Fonte: Anthilia Capital Partners SGR

### Tax Expenditures 2016

Minori entrate da riduzione d'imposte e detrazioni in €mld	<b>-165,0</b>
Imposte sul reddito e sulle pensioni	-37,8
IVA al 10% vs 22% standard	-30,1
IVA al 4% vs 22% standard	-14,8
Deduzioni fiscali sui contributi fiscali dei lavoratori dipendenti	-11,2
Minori imposte sul TFR	-6,5
Incentivi fiscali sulle rivalutazioni degli immobili	-3,5
Deduzioni fiscali sulle spese sanitarie	-2,9
Deduzioni fiscali sui mutui	-2,0
Deduzioni fiscali sulle coppie divorziate	-1,9
Altre	-53,3



---

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.

---