



FORTUNA E VIRTÙ: TASSI BASSI, RISPARMI DI SPESA E PIÙ ENTRATE AIUTANO LA MANOVRA D'AUTUNNO

di Luca Paolazzi*

La giravolta di FED e BCE verso l'allentamento monetario e la sterzata filo-europea del governo italiano (dopo il cambio di maggioranza) hanno molto ridotto i tassi sui titoli pubblici. La legge di bilancio 2020 diventa così meno pesante, grazie

anche ai risparmi su «quota 100» e all'inatteso aumento delle entrate. La nuova Commissione europea darà una mano sull'obiettivo del deficit. Basta un po' di astuzia per sfruttare appieno gli insperati doni della dea bendata.

LA LEGGE DI BILANCIO DIVENTA ABBORDABILE...

La legge di bilancio 2020 è il primo importante banco di prova del Governo Conte 2. Fino all'estate si presentava come una impervia montagna da quasi 28 miliardi, solo per annullare le clausole di salvaguardia e finanziare alcune spese obbligate. Ora si è trasformata in una collinetta da molto meno della metà.

Naturalmente tale cifra non include misure di riduzione del cuneo fiscale o di potenziamento di alcuni capitoli di spesa, indicate tra le priorità nel programma del nuovo esecutivo.

...GRAZIE AL «FATTORE C»

Come si è arrivati in così poco tempo a questa prodigiosa diminuzione della stazza della manovra? Con un gioco di prestigio? Con un trucco contabile? Nulla di tutto ciò; bensì per il «fattore c» che dà una grande mano. In quattro modi.

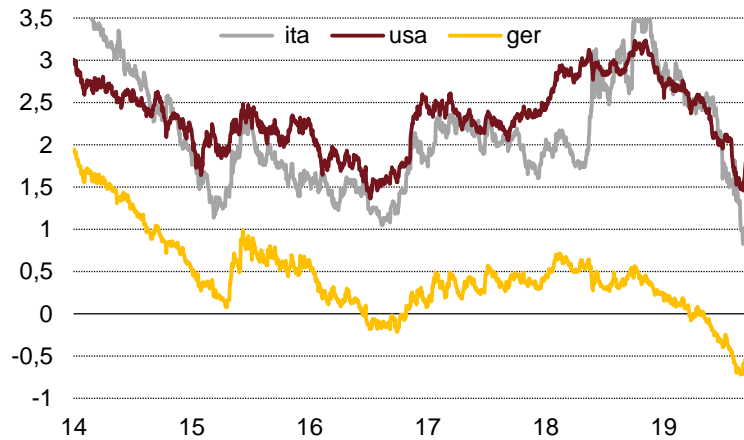
LA RIDUZIONE DEI TASSI...

Il primo modo è la diminuzione della spesa per interessi. Considerata la sua causa, si tratta di una *blessing in disguise*, una fortuna nella disgrazia. Infatti, il ripensamento della politica monetaria da parte di FED e BCE è stato indotto dalla frenata globale, dagli ulteriori rischi al ribasso per la crescita (guerra commerciale, *Brexit*) e dall'inattesa debolezza dell'economia tedesca, con l'industria dell'auto colta in mezzo al guado tra il diesel e l'elettrico (come spiegato nella Newsletter scorsa).

Tale ripensamento si è fatto via via strada prima sull'altra sponda dell'Atlantico e poi su questa. Ed è stato anticipato e accompagnato dalla diminuzione dei tassi di mercato. È interessante notare come siano i tassi a lunga Usa a guidare la danza di quelli tedeschi e quindi degli italiani.

* Luca Paolazzi è Economista e Partner di REF Ricerche

Gli USA guidano la danza dei tassi (rendimenti sui titoli sovrani a 10 anni)



Per i tassi italiani la discesa di origine globale è stata rafforzata da un pizzico di virtù nostrana, se di virtù si può parlare. Si tratta, infatti, da un lato, della manovra di assestamento dei conti pubblici, che il governo ha dovuto varare a luglio per evitare la procedura per debito eccessivo della Commissione europea, e, dall'altro, della nuova coalizione giallo-rossa, che ha preso il posto di quella giallo-verde, a seguito del harakiri del leader del partito verde.

I mercati hanno apprezzato questa virtù e hanno ridotto il premio al rischio Italia, comunemente chiamato spread. Cosicché i tassi italiani sono diminuiti più rapidamente degli altri.

...PORTA A UNA NOTEVOLE DIMINUIZIONE DELLA SPESA PER INTERESSI

L'abbassamento dei tassi porta a un'importante diminuzione della spesa per interessi. Di quale ammontare? Dipende dalle ipotesi che si fanno sulla curva dei tassi e dal metro di paragone. Quest'ultimo è inevitabilmente il DEF, il Documento di economia e finanza diffuso lo scorso aprile, nel quale ci sono stime molto prudenti sui tassi e sulla spesa per interessi.

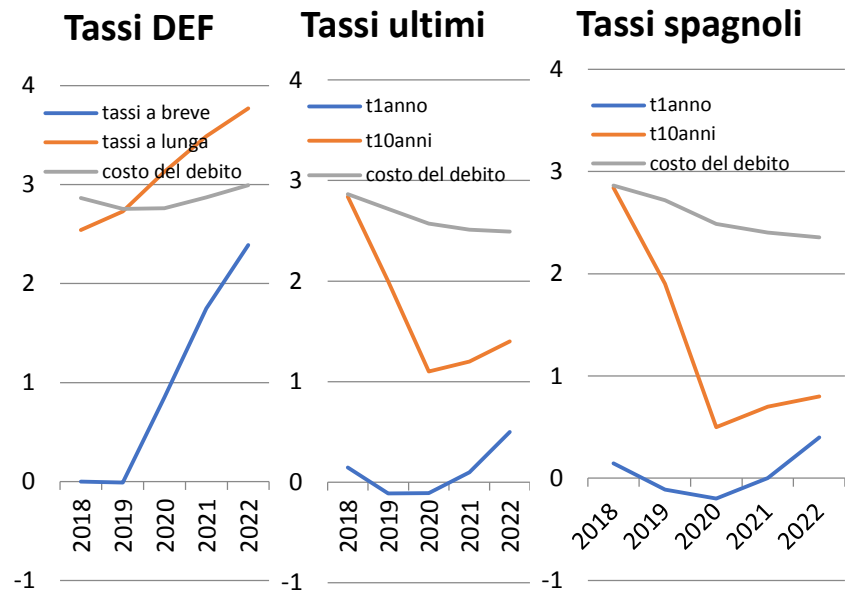
Riguardo ai tassi di interesse, il DEF li ipotizza salire sia nella parte corta (dallo zero al 2,39% nel 2022) sia nella parte lunga della curva (dal 2,73% al 3,77%), cosicché la spesa per interessi lievita da 64 miliardi quest'anno a 73 miliardi nel 2022.

Alla luce degli avvenimenti successivi al DEF, si possono tracciare per i tassi italiani due scenari alternativi e virtuosi. Il primo scenario parte dal livello attuale dei tassi di mercato (-0,1% a breve e 1,1% a lunga) e li fa evolvere secondo le indicazioni dei future (attuali livelli nel 2020, 0,1% a breve e 1,2% a lunga nel 2021 e 0,5% e 1,4% nel 2022). In questo scenario la spesa per interessi cala da 65 miliardi nel 2018 a 60,9 miliardi nel 2022, con un risparmio rispetto al DEF di 875 milioni quest'anno, 4,5 miliardi nel 2020, 8,7 nel 2021 e 12,3 miliardi nel 2022.

CON TASSI SPAGNOLI NEL 2022 15,6 MILIARDI DI SPESA IN MENO

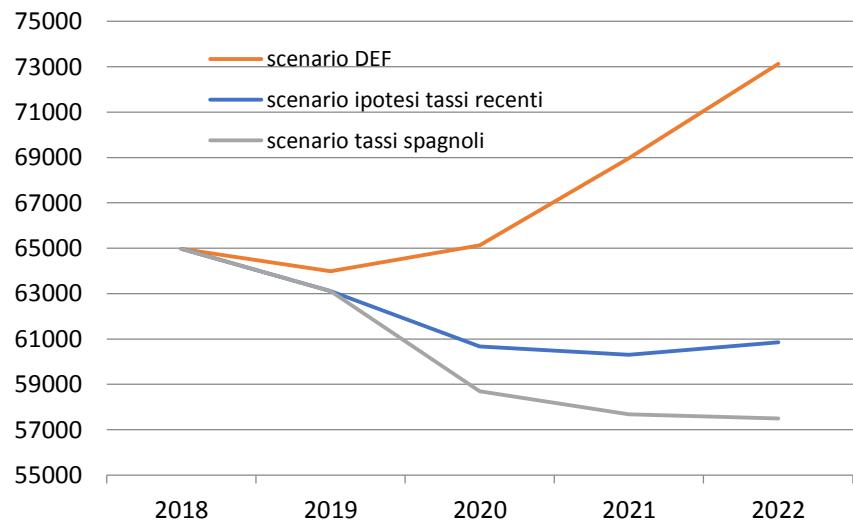
Se poi volessimo sognare di raggiungere la curva dei tassi spagnola («La vida es sueño», scrive Pedro Calderon de la Barca), otterremmo il secondo scenario, nel quale la spesa per interessi calerebbe, nell'ordine, di 875 milioni, 6,5 miliardi, 11,3 e

15,6 miliardi.



In altre parole, nel corso del tempo (*Im laufe der Zeit*, direbbero a Berlino) annulleremmo buona parte delle clausole di salvaguardia con il risparmio sulla spesa per interessi.

Spesa per interessi: come cambia con i tassi recenti e con quelli spagnoli



I TASSI BASSI POSSONO METTERE IN MOTO IL MERCATO INTERNO

Naturalmente tassi più bassi sui titoli pubblici innescherebbero un circolo virtuoso di minor costo del denaro praticato dalle banche, maggiore disponibilità di credito (grazie al miglioramento in conto capitale dei bilanci delle istituzioni finanziarie), maggiore domanda di prestiti incentivata dal minor costo, avvio di un ciclo immobiliare, rilancio delle costruzioni (che si stanno già risvegliando), coadiuvato da più ampi investimenti infrastrutturali, maggiore fiducia delle imprese per l'evoluzione

del mercato interno, e via immaginando.

SU «QUOTA 100» SIGNIFICATIVI RISPARMI

Il secondo modo in cui il «fattore c» è intervenuto a vantaggio dei conti pubblici è il ricorso a «quota 100» meno ampio di quanto si fossero prefigurati gli ideatori. Cosicché si sono ottenuti buoni risparmi di spesa: un miliardo quest'anno e due il prossimo (ma c'è chi ipotizza addirittura 4).

LA SORPRESA DELL'IVA FA SALIRE LE ALTRE ENTRATE...

Il terzo modo è l'aumento degli incassi IVA superiore a quanto sarebbe stato coerente con la stagnazione economica. L'IVA sugli scambi interni nei primi sei mesi del 2019 è salita del 4,2% annuo, un ritmo sganciato da quello dei consumi (+1,1% a prezzi correnti). Per riconciliare questi andamenti viene avanzata l'ipotesi di una maggiore obbedienza fiscale, a sua volta spiegata dall'obbligatorietà della fatturazione elettronica, che è entrata in vigore all'inizio del 2019 e che ha chiuso molte porte all'evasione lungo le filiere produttive.

...PERCHÉ NASCE DA MAGGIORE OBBEDIENZA FISCALE

La dinamica dell'IVA più sostenuta dei consumi, se proiettata su base annua, porterebbe a un maggior gettito pari a 3-4 miliardi. Considerato che l'evasione IVA è la matrice dell'evasione di IRPEF, IRES, IRAP, contributi sociali e imposte locali, si può stimare un moltiplicatore di 2,8 (2,8 euro di maggiori entrate complessive ogni euro di riduzione dell'evasione IVA).

Perciò, come conseguenza del maggior incremento IVA osservato quest'anno, ci si può attendere una analoga dinamica delle altre entrate con un ritardo di un anno circa. In numeri: i 3-4 miliardi di minor evasione IVA, se confermati per l'intero 2019, darebbero nel tempo 8-11 miliardi di minor evasione di altri tributi e dei contributi sociali. In totale: 11-15 miliardi in più.

PRUDENZA NELLA STIMA DEL MAGGIOR GETTITO

Difficile quantificare ora su quanto gettito aggiuntivo può fare affidamento la legge di bilancio 2020. Infatti, è opportuno avere conferme della maggior dinamica dell'IVA stessa (tenuto conto della volatilità mensile legata ai vari regimi di dichiarazione e alla stagionalità dei consumi); magari avendo a disposizione tutto il 2019, il che avverrà a 2020 iniziato.

Comunque, già la metà di quei 11-15 miliardi sarebbe una vera boccata d'ossigeno per le casse pubbliche.

Considerato che l'evasione IVA è stimabile in 40 miliardi e quella totale in 125, se ne deduce che c'è ancora molto da recuperare. Battere l'evasione di massa sarebbe una grande rivoluzione, e senza spargimenti di sangue.

Il quarto e ultimo modo in cui il «fattore c» interviene sui conti pubblici italiani passa attraverso la sempre più evidente difficoltà delle economie europee; a cominciare dalla prima della classe: la Germania.

Questa difficoltà ha messo in allarme le cancellerie. Che temono non soltanto i danni al tessuto produttivo ma soprattutto quelli sociali e politici, perché maggiore disoccupazione e peggioramento delle condizioni di vita portano acqua al mulino dei partiti antisistema.

**L'EUROPA RISCOPRE
IL BILANCIO PUBBLICO
PER RILANCIARE
LA DOMANDA...**

Beata la democrazia che risveglia le coscienze dal sonno oppiaceo ordoliberal! E spinge i governi delle nazioni core a considerare finalmente che la politica economica espansiva può servirsi della gamba del bilancio pubblico, con maggiore efficacia ed efficienza di quella monetaria, sempre più vicina al *reversal rate*, ossia il tasso al quale sono più i danni dei vantaggi.

**...CON I PAESI BASSI
COME APRIPISTA**

Ecco che, dopo i ripetuti inviti di banchieri centrali ed economisti (si vedano i recenti discorsi di Draghi e Blanchard a Sintra quest'anno; Draghi ha ribadito quello che in sostanza aveva detto a Jackson Hole nel 2014), nelle capitali si stanno studiando piani di rilancio. Ancora una volta i Paesi Bassi vogliono farsi vedere più bravi dei maestri tedeschi, superandoli questa volta a "sinistra" anziché a "destra".

**E L'ITALIA AVRÀ
PIÙ FLESSIBILITÀ**

In questo contesto sarà più facile per l'Italia ottenere dall'UE un po' di ulteriore flessibilità e fare accettare un obiettivo di deficit più alto di 3-4 decimali rispetto al 2,1% sul PIL indicato nel DEF.

Sommando minore spesa, per interessi e «quota 100», e maggiori entrate viene fuori che il deficit 2020 punta spontaneamente verso l'1,3-1,4% del PIL; se non più in basso. Includere le clausole di salvaguardia. Tolte queste, si va al 2,6-2,7%. Con una Commissione europea di più ampie vedute l'obiettivo di deficit può essere fissato al 2,4-2,5%. Decisamente alla portata.

Sprecare una tale abbondanza di buona sorte più che criminale sarebbe stupido. Per sfruttarla non sono necessari né particolare intelligenza né impegno straordinario. Basta solo un po' di astuzia, evitando di alzare onde di instabilità politica e di inseguire falene di consenso con misure acchiappavoti e scassaconti, in gran voga fino a qualche settimana fa.

Qualora desiderasse ricevere via e-mail le prossime lettere le chiediamo gentilmente di inviarci una richiesta in tal senso al seguente indirizzo: info.sim@ceresioinvestors.com

Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato preparato da REF Ricerche S.r.L. per Ceresio Investors, per tale intendendosi Banca del Ceresio e le sue controllate; è reso disponibile a mero fine informativo sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio e da Ceresio SIM S.p.A. Esso non costituisce in nessun caso ricerca in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento; non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. Il contenuto del documento riflette unicamente l'opinione dell'autore alla data della sua predisposizione. Ceresio Investors non ha verificato in via indipendente i dati contenuti nel documento e non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nello stesso contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione e declina ogni responsabilità per errori od omissioni. I dati in esso eventualmente riportati riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Ceresio Investors non potrà essere ritenuto responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Il presente documento non può essere, nemmeno parzialmente, riprodotto, trasmesso o usato a qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Ceresio Investors.

CONTATTI

Banca del Ceresio SA

Via Pretorio 13
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Via Tamburini 13 - 20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com